

O Papel do Banco Mundial e de Grandes Agentes Internacionais na Construção de uma Agenda global de Financiamento à Infraestrutura no Pós-crise Internacional

Fernando Amorim Teixeira

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/UFF)

ÁREA TEMÁTICA: 5 - RELAÇÕES ECONÔMICAS INTERNACIONAIS

RESUMO: Desde a crise internacional de 2007-2009, diversos agentes vêm atuando de forma a criar uma agenda global de infraestrutura, que atenda a lógica da financeirização e viabilize a materialização de investimentos. Assim sendo, agentes do chamado Global Private e da chamada para-regulação vêm trabalhando para de construir arranjos atraentes. Cabe destacar o esforço do Banco Mundial, principalmente através de seu braço financeiro (o IFC) como principal vetor de indução, com seu caráter altamente persuasivo sobre as instituições nacionais. O caso brasileiro será utilizado como ilustração desse movimento, na última parte do artigo

Palavras-chave: Capitalismo Financeiro Globalizado; Financiamento de Longo Prazo; Instituições Financeiras Internacionais;

Introdução

A relação entre o Estado e o Mercado no capitalismo moderno encontra, em cada país, particularidades no que se refere a arranjos de financiamento para que se realizem investimentos de longo prazo em infraestrutura. Tais investimentos, por sua vez, tem influência direta e indireta no desenvolvimento econômico e social do país com impactos relevantes na atividade, na produtividade e no próprio crescimento da economia (CALDERÓN & SERVÉN, 2003; ESTACHE & FAY, 2007). Sendo assim, existe certa convergência entre economistas das mais variadas vertentes sobre a importância de se tirar grandes projetos do papel, o que facilita a criação de um consenso em torno do tema.

Devido às características intrínsecas, condicionantes e riscos inerentes ao tempo de maturação desses investimentos, o financiamento se torna tarefa complexa e enseja a necessidade de um alinhamento entre o setor público e o setor privado para que o empreendimento se materialize e ocorra da forma menos custosa possível para a sociedade. Desta forma, e principalmente desde os anos 1990, grandes privatizações de ativos, políticas de concessões públicas com diferentes mecanismos de financiamento e diferentes tipos parcerias público-privadas vêm sendo estimuladas com o intuito de alavancar projetos, tendo como protagonista o setor privado.

Os diferentes arranjos possíveis, dialogam com estruturas e conjunturas nacionais e sistêmicas e vem ganhando novos contornos para que gerem ganhos de curto prazo, contrastando com a própria lógica dos empreendimentos. Um bom exemplo de como essa lógica vem sendo construída, é analisar o pós-crise de 2008 e como a armadilha da liquidez nos países centrais (com empocamento de capitais e baixo retorno dos investimentos) vem gerando necessidades de busca por investimentos que gerem maiores retornos. Segundo a hipótese aqui levantada, isso tem influenciado o desenho e a estruturação de projetos de infraestrutura, tendo como epicentro propagador o Banco Mundial (dentre outros atores das chamadas regulação e para-regulação²) e a esse movimento, está se denominando nesse artigo de “consenso global de infraestrutura”.

Com o intuito de trabalhar aspectos de como a lógica de funcionamento do investimento de longo prazo se transmutaram nas últimas décadas e ao mesmo tempo buscar compreender como tais arranjos vêm sendo desenhados nos anos mais recentes, esse artigo está dividido em três partes, além desta introdução e da conclusão. A primeira parte traz uma breve releitura teórica sobre a relação entre Estado e mercado, as variedades de capitalismo decorrentes dessa relação e o caráter do financiamento de longo prazo. A segunda, percorre pontos gerais da temática proposta, buscando colher pistas ou evidências do que ocorreu no mundo desde os anos 1980 e os efeitos da crise (e do pós-crise) internacional nos financiamentos dos grandes projetos de infraestrutura. Já a última parte trará alguns elementos concretos do financiamento e investimento em infraestrutura no Brasil e a nova fase onde o Estado não mais financia, nem investe diretamente, apostando todas as fichas na atração de capital privado.

1. Estado e mercado, variedades de capitalismo e empreendimentos de Infraestrutura

A relação entre o Estado e o Mercado e a necessidade de compreender a natureza constitutiva – e não antagônica - de ambos no processo de desenvolvimento dos países encontra em determinados autores um embasamento teórico robusto. A crítica de Polanyi (1944) à crença de que tanto as sociedades nacionais quanto a economia global podem ser organizadas por meio da chamada autorregulação dos mercados é singular neste sentido. Para o autor, o Estado cumpriria função primordial na oferta de moeda e de crédito, por exemplo, e o conflito entre as tendências expansivas dos mercados autorregulados e as medidas políticas defensivas (de resistência e contenção), partiria de uma perspectiva dialética, sendo seu condicionamento construído historicamente.

O desenvolvimento contraditório das economias de mercado, portanto, decorreria da existência simultânea de ambos e da ação provocada pelo liberalismo econômico, confrontado com princípio da proteção social e da organização produtiva. A centralidade da organização, regulação e controle, exercidos pelos Estados seriam, assim, inerentes à lógica sistêmica, e não o seu contrário. Em suma, não caberia resignar ao Estado o papel de mero corretor das chamadas falhas de mercado, uma vez que este seria a própria entidade que estabelece Marcos Institucionais onde os processos econômicos se desenvolvem.

Desde o fim dos anos setenta, por sua vez, os preceitos de um novo liberalismo propuseram, com potência ideológica e robustez teórica, restringir a ação estatal como se esta fosse mera distorção à livre e eficiente alocação dos recursos. A ideia não era nova, mas ressurgiu com nova roupagem em resposta aos processos inflacionários e a redução no nível de crescimento global. Desde então, e principalmente até a crise de 2008, ganhou espaço uma abordagem acerca de certa estabilidade macroeconômica duradoura, no que ficou conhecido na literatura como o período da “grande moderação” (BLANCHARD et al, 2010).

Este período de grande convergência entre economistas de diversas correntes liberais foi denominado na literatura macroeconômica como a Nova Síntese. Segundo seus formuladores esta seria fruto de um padrão definitivo do objeto de estudo e da metodologia da Macroeconomia, sendo esta alicerçada em modelos de equilíbrio geral intertemporal, lastreados em fundamentações microeconômicas. Desta perspectiva, a política monetária seria o instrumento mais eficaz da política econômica (principalmente para controlar a inflação), não cabendo ao Estado lançar mão da política fiscal - ou outros instrumentos de gasto - para tentar alavancar a economia uma vez que apenas gerariam distorções alocativas (WOODFORD, 2009).

Essa “retirada” do Estado daquilo que se considerava ser da sua alçada (o que inclui empreender grandes projetos de infraestrutura) demandaria maior presença do capital privado em setores com baixo retorno e exigiria um amadurecimento dos investimentos de longo prazo em arranjos específicos. Assim, ao utilizar de forma mais “eficiente” os recursos públicos, haveria a possibilidade de realização de um maior número de projetos no agregado, além de liberar recursos para outras despesas prioritárias.

Se isso já teria potencial de criar perturbações consideráveis nos países desenvolvidos, ao transpor a aplicação de tais ideias a países em desenvolvimento - com Estados mais frágeis e mercados menos desenvolvidos -, seria natural que se confrontassem com problemas diferentes naturezas. Apenas para citar alguns obstáculos

concretos e que naturalmente se retroalimentam: uma evidente presunção da existência de uma perspectiva hidráulica do funcionamento da economia e de que a estrutura de mercado dos agentes estaria dada no tempo e no espaço; a crença de que as oscilações de curto, médio e longo prazo não geraria imprevisibilidades “diferenciadas” de país a país; e, ao relegar um papel secundário ao Estado, deu-se pouca atenção à percepção de que tirar do papel investimentos de alta envergadura dependeria de concebê-los a partir de uma perspectiva de planejamento e política pública, a partir institucionalidade de cada país.

Frente a esses desafios, neste artigo a perspectiva teórica tem enfoque mais realista, ou seja, de uma necessidade de se partir da materialidade para se chegar a qualquer proposição - e não da elaboração de modelos baseados em hipóteses “apriorísticas” a respeito do comportamento dos agentes individuais (MREJEN, 2014). Entende-se que, da mesma forma que instituições são (necessariamente), fruto de processos sociais, os diferentes mecanismos de mercado são também criações dessa natureza e influenciam o funcionamento dos processos econômicos. Contudo, não são os únicos e, portanto, é preciso compreender a complexidade do *modus operandi* da economia em cada jurisdição.

No campo macroeconômico, a abordagem keynesiana de que decisões individuais dos agentes partem de crenças subjetivas acerca do futuro, parece mais apropriada. Diante da impossibilidade de deterem todas as informações e tendo em vista que o mundo é complexo e dinâmico, a incerteza é uma característica intrínseca do processo. Por conta disso, existe uma necessidade de que arranjos institucionais se desenvolvam para tentar controlar essa incerteza.

Sobre a lógica de adiantar recursos (empréstimos) numa economia monetária de produção, acredita-se que esta deriva tanto das expectativas de renda futura dos tomadores de dívidas, quanto das expectativas de risco-retorno para quem adquire os ativos criados. Neste sentido, principalmente em financiamentos de mais longo prazo, é contumaz que agentes incorram em determinados riscos atrelados a própria natureza do capitalismo, no que foi desenvolvido por Minsky (1986) e ficou conhecido como a Financial Fragility Hypothesis. Para o autor, a tendência inerente das economias monetárias modernas é a de que, a depender da duração da estabilidade econômica de um determinado país, os agentes se permitem correr mais riscos e, uma reversão dessa estabilidade, pode comprometer a capacidade das firmas mais endividadas de renegociarem seus créditos. Dessa condição derivariam as três classes onde a unidade econômica poderia ser enquadrada: hedge, especulativa ou Ponzi.

Com relação à institucionalidade, esta deve estar associada ao conceito de perenidade e estabilidade, onde se definem regras, normas e procedimentos, de tal sorte a estruturar as interações entre as partes (HODGSON, 2006). Nesse sentido, podem ora constranger, ora estimular as ações dos agentes, uma vez que balizam expectativas e incertezas. É desta perspectiva que Evans (2003) critica o que chamou de “monocultura institucional” que busca transcender política e geograficamente as circunstâncias nacionais. Segundo o autor: “A ‘monocultura institucional’ não tem apenas poucas possibilidades de resolver os problemas locais de governança; também tem possibilidades de tornar os empréstimos financeiros menos eficazes” (EVANS, 2003:50).

Ademais, importante frisar, que tais institucionalidades se desenvolvem dentro de uma concepção de Estado de “racionalidade” weberiana, ou seja, com regulamentos explícitos e intervenção dentro de seus domínios legais. Assim sendo, o Estado atua num

empreendimento contínuo de funções públicas instituídas por leis e distribuídas em competências diferenciadas e que se comporta de forma evolutiva historicamente, ou seja, se modificam *pari passo* com o desenvolvimento da economia financeira moderna – ainda que sem uma causalidade direta. Portanto, quando se visualiza o processo de financeirização, não é possível entendê-lo apenas a partir da ótica do mercado, senão levando em consideração a própria resposta do Estado (AKYÜZ, 1993).

Diante do que foi brevemente descrito, as diversas trajetórias de desenvolvimento dos países são moldadas por uma simbiose da relação entre o Estado e o mercado e pelas estruturas e conjunturas sistêmicas. Não seria possível, portanto, a formação de um único modelo de capitalismo, mas de variedades de capitalisms (HALL & SOSKICE, 2001), ou seja, uma variedade de sistemas político-econômicos, que respondem a desafios próprios em cada jurisdição, a partir de normas, características econômicas, tradições, etc.

No caso de investimentos em infraestrutura, a necessidade de geri-los como políticas públicas, ou seja, dentro da lógica de planejamento, impõe uma atenção aos custos, mas também aos resultados para o desenvolvimento econômico e social. O Estado deve, portanto, ser capaz de levar adiante empreendimentos fundamentais ao desenvolvimento do país e de criar instrumentos eficientes de atração e gestão (ou mesmo investindo diretamente), além de estabelecer prioridades - ainda que os investidores privados se inclinam a investir apenas em projetos de maior retorno. Ao mesmo tempo, lidar com interesses dessa magnitude implica compreender as diversas conjunturas e estratégias de portfólio de grandes investidores. Infere-se assim que, de tempos em tempos, investidores domésticos ou internacionais estão mais (ou menos) propensos a investir em determinados ativos, a depender de riscos e retornos desses investimentos.

Tais empreendimentos têm como características a existência de incertezas ainda maiores diante da longa maturação, são monopólios naturais com elevados ganhos de escala, atividades intensivas em capital na fase de implantação e têm elevado custo irrecuperável. Insere-se desta forma num rol de possíveis intervenções por parte do ente público, de comando e controle, da definição do grau de concentração de capital próprio, de equity e da dívida, dentre outros. As especificidades contratuais são fundamentais para tratar e acompanhar questões como custo, regulação e as eventuais necessidades temporais de repactuação.

Sendo assim, privatizações de ativos de infraestrutura, Parcerias Público-Privadas ou mesmo concessões de diversas naturezas (como Sociedades de Propósito Específico - SPEs), se desenvolvem dialogando com as especificidades supracitadas. Apenas para um breve detalhamento dessas “formas de participação privada”, as formas de contratos e modalidades podem ser bastante variadas. Nas PPPs catalogadas no mundo, por exemplo, podem ser: contratos de construção, operação e transferência; contratos de “chave em mãos”; contratos de criação de infraestrutura nova; contratos de desenho e construção com remuneração fixa; contratos de operação e manutenção; contratos de operação e manutenção com financiamento privado; contratos de operação e gestão; contratos de leasing a longo prazo; contratos de concessão e; empresas de propriedade conjunta (*joint ventures*)¹.

Já as SPEs - largamente utilizadas no Brasil nos últimos anos-, seriam uma forma de se isolar riscos, além de evitar que os administradores tenham discricionariedade sobre a utilização do fluxo de caixa e permite ao regulador ter informações mais precisas sobre

¹ Ver mais em: https://ibase.br/pt/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/08/Desenvolvimento-Democracia-e-Responsabilidade-O-BNDES-na-Disputa-Ideol%C3%B3gica_Projeto_Agosto17.pdf

o desempenho econômico-financeiro da concessão. O mecanismo para que isso ocorra, o chamado *Project Finance*, é um mecanismo de estruturação do financiamento a um projeto onde o financiador e o investidor (patrocinador) são legalmente independentes sendo que o financiador assume o fluxo de caixa a ser gerado, além dos ativos do projeto como fontes primárias de garantias do financiamento.

Esse mecanismo permite que empresas consigam se alavancar sem comprometer seus balanços, além de dar espaço para que firmas, que anteriormente não se financiariam por não deter ativos suficientes, possam empreender projetos de grande porte. Ademais, análises quantitativas de riscos buscam prever mudanças no fluxo de caixa do projeto e antecipação destas, via obrigações contratuais. Sendo assim, o foco desse tipo de financiamento não se restringe ao crédito, mas aos vários aspectos da operação (SIFFERT et al 2009). É sintomático diante de tantas variedades uma necessidade de que exista um arcabouço estatal complexo e funcional para dar resposta, o que não se verifica na maior parte dos países em desenvolvimento - e mesmo nos países centrais.

Os contratos e obrigações de financiamento em um projeto de longa maturação refletem a percepção do ambiente econômico no qual o empreendimento vai se desenvolver, assim como as variáveis relevantes para a operação daquele projeto. O custo de capital, portanto, é a variável central da decisão de investir, acompanha a evolução (e renegociações periódicas) do projeto e impacta no preço final do serviço ofertado. Desta forma, também estaria na alçada do Estado atuar na arbitragem ou na formação de preços em determinados segmentos, sendo que bancos de desenvolvimento (assim como outros instrumentos) podem contribuir com esse papel por sua capacidade de criar e conceder crédito. No caso dos investidores internacionais, a relação com fatores de natureza cambial e a estrutura de remessas de lucros e dividendos são partes importantes da atração de grandes investidores.

Buscou-se nesta primeira sessão trazer alguns elementos acerca de como Estado e mercado são percebidos por diferentes correntes teóricas. A visão mais liberalizante, vitoriosa desde os anos 1980 - mas que a crise e o pós-crise de 2008 vem colocando em cheque - preconiza a não intervenção do Estado na economia, exceto para garantir e balizar expectativas relacionadas ao nível de preços. Por outro lado, numa perspectiva mais heterodoxa, diversos autores entendem que o Estado, via uma série de mecanismos, deve contribuir para reduzir o nível de incerteza do mercado e ter uma atuação mais ativa para alavancar a economia. Ademais, dentro de uma perspectiva mais institucionalista, existe o entendimento de que a qualidade da intervenção estatal é peça chave da organização dos agentes. Nesse sentido, e partindo da natureza dos empreendimentos de infraestrutura, buscou-se explicitar que devido suas características intrínsecas existe a necessidade de que o Estado cumpra papel ainda mais ativo.

2. Os projetos de Infraestrutura frente às perspectivas globais

Se até a década de 1980 o Estado era tido naturalmente como o principal investidor em obras de grande envergadura, a perspectiva liberal, repaginada e combinada com o aprofundamento e alargamento financeiro em âmbito internacional, gerou uma série de inovações do ponto de vista de arranjos financeiros, impactando diretamente a forma como empreendimentos de infraestrutura passaram a ser desenhados. Ao mesmo tempo, as desregulamentações implementadas por essa nova perspectiva, aliadas a outras crises financeiras encorajaram a necessidade de securitização dos ativos, sendo que os títulos da dívida (principalmente americana) e outros ativos passaram a ser instrumentos de hedge contra os riscos iminentes.

A chamada *Project Finance Initiative* (PFI), deu a largada nesse processo para os grandes projetos. Lançada em 1992 na Inglaterra, tal iniciativa estabeleceu uma nova realidade a partir de um novo tipo de financiamento, visando atender às expectativas quanto ao papel do Estado naquele momento histórico e como o mercado seria capaz de tomar a iniciativa nos investimentos de infraestrutura. Entendia-se que haveria como contrapartida a imprescindível criação de novos instrumentos de controle e regulação, mas que isso seria mais do que suficiente para que os investimentos ocorressem. O desenvolvimento dessa iniciativa criou assim um padrão que se difundiu pelo mundo nas últimas décadas. A justificativa acerca da saída do Estado de determinados nichos fazia sentido teórico, ainda que na prática a realidade tenha se mostrado mais complexa. Isso porque, essas experiências acabam embutindo custos e riscos que apenas anos mais tarde estão emergindo, gerando diversos processos de reestatização.

Se no início dos anos noventa, Inglaterra e países centrais já haviam se inserido de forma mais abrangente na chamada financeirização, apenas na segunda metade da década atingiu plenamente a maioria dos países periféricos, quando a globalização financeira tornou, de fato, o mercado de capitais como a essência do capitalismo moderno. A desregulamentação dos mercados e a ampla mobilidade de capitais permitiram que os ajustes passassem a ocorrer de forma quase instantânea. Ainda assim, a inserção das diversas economias e a desconstrução dos Estados se deu de forma não-homogênea, gerando vulnerabilidades e oportunidades diferenciadas quanto a potenciais as intervenções na economia. Não obstante, com a abertura financeira global, as taxas de juros ganharam um papel ainda mais fundamental no equilíbrio externo - e não apenas no equilíbrio interno -, e o diferencial entre taxas se tornou peça central para compreender fluxos de capitais, através do *carry trade*².

A partir dos anos dois mil, a lógica de adaptar grandes projetos a nova realidade financeira foi aprofundada e se multiplicaram as iniciativas relacionadas a grandes obras, de acordo com *World Bank Private Participation in Infrastructure*³. Não obstante, diferentemente do que se poderia supor, tendo em vista as incertezas globais, foi nos anos posteriores à crise de 2008 que ocorreu o maior incremento desses projetos, sendo seu pico em 2012. Traçar uma relação causal entre a política de salvamento do sistema financeiro (ver mais em Cardim, 2011) e algum eventual aumento do investimento em projetos de infraestrutura, talvez seja precipitado. No entanto, investigar como os arranjos

² *Carry trade* é a denominação que se dá que consiste em se pegar dinheiro emprestado a uma taxa de juros em um país e aplicá-lo em outra moeda, onde as taxas de juros são maiores. Como o Brasil é um dos recordistas mundiais em nível de taxas de juros reais, o país acaba sendo alvo constante desse tipo de prática.

³ Base de dados ligada ao Banco Mundial

vêm sendo estimulados para atrair esse capital, pode trazer elementos importantes ao debate do pós-crise.

Com o processo de financeirização supracitado, diversos atores ganharam protagonismo no desenho, estruturação e garantias para grandes projetos, numa ampla rede de interesses que compreende agentes regulatórios e para-regulatórios, como bancos comerciais, mercado de capitais, fundos de participação⁴, agências multilaterais, seguradoras, escritórios de advocacia, de contabilidade e consultorias internacionais, dentre outros (COMER, 1996). Esty, Chavich e Sesia (2014), por exemplo, em trabalho minucioso, discorrem sobre as regulações do *Bank of International Settlements* (BIS), do *International Finance Corporation* (IFC)⁵, dentre outros, e como estas influenciam o desenho dos projetos⁶.

Ademais, como cada país apresenta estruturas competitivas próprias em cada segmento de mercado, seja na concentração do sistema financeiro (bancária e de outros agentes) seja no campo produtivo, a lógica do financiamento se torna peculiar, podendo gerar riscos diferenciados. Isso porque um financiamento de tal natureza ocorre com expectativas do recebimento de um fluxo de pagamentos (juros e amortizações) no futuro, mas deriva da estrutura de mercado anterior, introduzindo um componente especulador⁷.

Assim sendo, o instrumental utilizado vai, necessariamente, dialogar com o poder das partes e suas exigências de risco-retorno e os interesses dos diversos atores colocam a possibilidade de conflito pela apropriação de lucros, no que Ho et al (2015) chamou de “síndrome de pool de lucros desequilibrados”. Portanto, é necessário investigar em cada país, como esta relação entre as partes se estabelece e como a estruturação do financiamento pode gerar uma tendência de busca por resultados de curto prazo, conflitando com a própria natureza de longo prazo desses investimentos.

Uma das formas de se captar tais mudanças é atentar para a trajetória evolutiva dos arranjos e condições de financiamento vis-à-vis as construções e interesses e conjunturas globais e domésticas. Neste sentido, pode-se buscar estabelecer uma relação entre esse consenso e a posição dos países centrais, que se encontram sem margem para estimular a economia, por conta das taxas de juros próximas à zero, no período recente. Ao mesmo tempo, agentes privados, num contexto de ampliação da liquidez derivada das políticas expansionistas pós-crise (no chamado *quantitative easing*), buscam retornos superiores (numa estratégia de *searching for yield*) que podem ser encontrados em investimentos em infraestrutura, mas que para isso, demandam garantias públicas (*hedge* e retornos mínimos garantidos) contra riscos - como sugere Griffith-Jones (2016) - e flexibilidade de entrada e saída para que aloquem seus portfólios.

O esforço internacional em promover iniciativas similares em países em desenvolvimento, tendo o Banco Mundial⁸ como principal vetor de indução, pode ser

⁴ No âmbito regulatório doméstico, não é incomum que investidores busquem menor regulação e maior retorno, por exemplo.

⁵ O IFC é um braço do Grupo Banco Mundial.

⁶ Os autores trazem um levantamento da participação de diferentes investidores, das consultorias envolvidas, das firmas de advocacia e das instituições multilaterais ao redor do mundo.

⁷ As condições de risco-retorno, portanto, podem gerar resultados também especulativos, remetendo à teoria minskiana.

⁸ A influência nas políticas públicas sobre os diferentes aparatos estatais pode se dar via coerção – com constrangimentos internacionais frente a outros financiadores, por exemplo, - ou via persuasão (PEREIRA, 2009), com foco na assessoria técnica a ministérios, parcerias com *think tanks* de renome e bancos de desenvolvimento.

ilustrativo. Assim sendo, por meio de uma série de documentos públicos e relação com “*think tanks*” domésticos, o IFC⁹ vem trabalhando para construir consensos, dando sugestões de formas de estruturação e financiamento dos projetos e como (e quem) deve atuar como garantidor. Ademais, pela via da assistência técnica, existem documentos patrocinados sobre o que deve ser empreendido pelo Estado, o que deve partir do mercado, o que deve ser parceria e o que deve ser privatizado. Diante disso, é plausível que se levantem hipóteses acerca da ênfase em estimular arranjos de financiamento com foco no capital privado, por parte dos países do G7, G20 e do papel das chamadas Instituições Financeiras Internacionais (IFIs)¹⁰.

No entanto, talvez o principal documento influenciador desse processo no período mais recente, tenha sido o relatório da Consultoria McKinsey intitulado *Bridging Global Infrastructure Gaps* (2016). Este documentado, amplamente divulgado e citado por governos, instituições internacionais e agentes do mercado, traz números referentes às necessidades de investimento de infraestrutura no mundo - que seriam da ordem de US\$ 3,3 trilhões ao ano apenas para sustentar as taxas de crescimento esperadas. Ainda segundo a consultoria, as economias emergentes necessitariam de 60% desse valor, o que demandaria a urgência em se construir projetos atraentes.

De forma bastante sintética, buscou-se nesta segunda parte situar algumas mudanças a nível internacional a respeito do debate acerca das formas de financiamento e investimento em infraestrutura. Nesse sentido, para dar conta de influenciar governos a adotarem determinados parâmetros que facilitem os novos arranjos e os anseios dos investidores, instituições reguladoras e para-reguladores vem buscando construir pontes e consensos com governos locais. O Brasil, desde o início da década - mas com maior ênfase desde 2016 -, vem se esforçando para criar as condições tal qual vem sendo orientado e a próxima parte se concentrará em trazer alguns elementos.

3. O investimento em Infraestrutura no Brasil na última década

Com o intuito de compreender como o financiamento a grandes projetos, ancorado na estrutura do sistema monetário e financeiro internacional e impactado pelos ainda presentes reflexos da crise internacional, acaba impactando políticas nacionais, essa terceira parte buscará discutir o que ocorreu no Brasil no que concerne a essa agenda nos anos recentes. Longe de buscar esgotar a temática ou aprofundar o debate para além da perspectiva proposta, o que se pretende aqui é traçar correlações entre os temas explicitados nas duas primeiras partes e o financiamento em infraestrutura no país, ainda que não de maneira determinística. Para tanto, entender como o Estado brasileiro vem atuando, em diálogo constante com grandes atores globais, pode trazer contribuições ao debate sobre como se dá a influência e/ou cooptação.

Longe de um dogmatismo que vise centrar no Estado todo o esforço em torno de agenda tão importante e complexa, importante refletir acerca da relação entre investimentos e o desenvolvimento nacional. Rangel (2005), um dos grandes pensadores brasileiros trabalhou o tema com duas proposições teórico-analíticas que podem trazer luz a discussão. O autor, partindo da perspectiva da existência de um polo interno e um

⁹ Exemplos de documentos de caráter mais persuasivos podem ser encontrados em Castelar (2015), com patrocinadores como IFC e BID.

¹⁰ Banco Mundial (2015, 2017^a, 2017b).

polo externo, estruturou questões pertinentes acerca da relação entre Estado e Mercado nesse tipo de investimento e com a chamada Dualidade Básica da Economia Brasileira.

No que tange à primeira proposição, assume o Estado como fundamental de uma trilogia calcada em “unidade, soberania e planejamento”, sendo estas as condições básicas para o desenvolvimento. Ao mesmo tempo, busca no que chama de “dialética da capacidade ociosa doméstica” os recursos para que se realizem os investimentos necessários, o que poderia incluir privatizar ativos de infraestrutura, com garantias reais por parte do ente público aos papéis emitidos pelo setor privado. Esse pragmatismo derivaria do entendimento de que o papel do Estado pode mudar, a depender do estágio do processo de acumulação. No que se refere à segunda proposição, a “Dualidade Básica”, Rangel parte da noção de que a dinâmica histórica brasileira não depende apenas de suas forças internas, mas essencialmente da relação destas com as forças externas¹¹.

Na contramão de Rangel, o documento do Banco Mundial intitulado “De Volta ao Planejamento: Como Preencher a Lacuna de Infraestrutura no Brasil em Tempos de Austeridade”, lançado em 2017, talvez seja peça chave para pensar o que vem ocorrendo no que se refere a investimentos no setor. Isso porque, para além de fazer a conexão entre o que já vem sendo discutido no âmbito internacional e a “nova” realidade brasileira, o documento inverte a própria lógica do planejamento estatal (de acordo com a teoria discutida na primeira parte) ao colocar uma agenda própria do Banco Mundial – de maior atração de capital privado - como saída para o país.

Vale mencionar que o Brasil, via de regra apresentado como um país com forte presença estatal, já era um dos países do mundo com maior número de Parcerias Público-Privadas em infraestrutura e contou com uma proliferação de Sociedades de Propósito Específico na última década, segundo o Banco Mundial foram mais de 600 PPPs, representando cerca de 16% do total mundial, somadas a outras centenas de SPEs, principalmente no setor elétrico. Sempre importante ressaltar que todos esses novos arranjos de financiamento ocorreram a despeito das recorrentes críticas à institucionalidade, à burocracia e aos níveis de juros domésticos. Ainda assim, uma série de projetos de grande porte se materializou¹² totalizando bilhões de reais em investimentos¹³. Outro ponto a se destacar é que, em praticamente todos os financiamentos, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) cumpriu papel determinante no desenho, estruturação e, em sua maioria, no próprio financiamento.

Ademais, na perspectiva da concessão de crédito (ou no adiantamento de recursos para investimentos), tanto as características dos agentes, quanto o desenvolvimento e aprofundamento de determinados nichos de mercado, tem relação direta com preços-chave da economia (principalmente juros e câmbio¹⁴) e com as características da moeda

¹¹ Ainda que o autor tenha trazido sua análise até o período inicial da entrada efetiva brasileira na “globalização financeira” (nos anos 1980 e início dos anos 1990), o capitalismo financeiro internacional como um dos lados do “polo externo” da dualidade poderia ser encarado como parte de uma quinta dualidade no que se refere à dinâmica do financiamento de infraestrutura.

¹² E de forma crescente até 2012, segundo o *World Bank Private Participation in Infrastructure Database*. O Banco Mundial enquadra concessões como Parcerias Público-Privadas.

¹³ No caso brasileiro, trata-se, inclusive, de analisar se o país conseguiu construir uma agenda positiva de investimentos ou se tratou-se mais de uma captura/cooptação, na qual a lógica privada prevaleceu sobre o planejamento público (Ver mais em Garzón, 2017).

¹⁴ Do ponto de vista dos preços básicos da economia, juros e câmbio, determinados autores (Pompermayer e Silva Filho, 2016) entendem que a garantia cambial derivaria do entendimento da necessidade de captação de recursos externos e à possibilidade de entrada de bancos/investidores estrangeiros.

nacional¹⁵. Portanto, há de se ter em mente a existência de uma série de características, domésticas e sistêmicas, que podem incentivar ou constranger o desenvolvimento de determinados mercados, como crédito de longo prazo, por exemplo.

A política econômica praticada no Brasil nas últimas décadas serviu de grande obstáculo nesse sentido, encarecendo os financiamentos. O centro da gestão da política monetária brasileira que manteve, desde os anos noventa, a taxa básica de juros em altos patamares, acabou por garantir a valorização de riqueza financeira de diferentes agentes (sistema financeiro, fundos de pensão, famílias de alta renda, empresas do setor produtivo, dentre outros) inibindo o desenvolvimento de uma rede de potenciais investidores institucionais de longo prazo. Isso porque na escolha de sua carteira de ativos, tendo em vista a existência de um ativo de alta rentabilidade, baixo risco e alta liquidez como os títulos da dívida pública, não haveria porque se arriscar em investimentos com as características da infraestrutura.

Para contrabalancear a política macroeconômica ortodoxa, desde meados dos anos dois mil o BNDES acabou servindo de atalho para uma atuação mais ativa do Estado. Antes de mais nada não há nada de anormal na utilização desses instrumentos. Mesmo Estados que não seguem a cartilha ortodoxa se utilizam de suas agências comprometidas com o longo prazo, sendo estas partes constitutivas da própria capacidade de inovação do Estado. Nesse sentido, o banco foi a principal agência de promoção dos investimentos de longa maturação e teve papel central em programas de governo como o PAC I e PAC II, até começar a ser desidratado no último triênio.

Desde 2015, no contexto de crise política/econômica ganhou força a tese de que o banco não deveria existir, ou, existindo, que deveria cumprir outro papel, que não direcionar crédito. O crescimento do nível de endividamento e o aumento do déficit fiscal, fizeram com que os defensores do Estado Mínimo atribuíssem ao BNDES, e sua forma de captar e emprestar recursos, responsabilidade pela situação das contas públicas. Uma parte desta visão se dá por conta do *funding* que em 2012 passou a ter no Tesouro Nacional a principal fonte dos recursos.

A utilização de uma taxa específica como base de seus financiamentos, criada em meados dos anos noventa no início do Plano Real e atualizada periodicamente pelo Conselho Monetário Nacional, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) se tornou o foco da crítica da ortodoxia econômica. Em 2017, a substituição da TJLP por uma taxa mais parecida com taxas de mercado – no nível e na volatilidade –, a Taxa de Longo Prazo (TLP) teria como pressuposto aumentar a potência da política monetária, acabar com o caráter discricionário da formação da taxa e permitir ao mercado privado precificar e financiar a longo prazo no Brasil. Somando-se a este fato, a considerável queda recente do nível da taxa básica de juros, no entanto, ainda não surtiu efeito nas taxas de mercado (e nos *spreads*), nem na criação de algo para ocupar o papel do banco. Enquanto isso, os níveis de desembolso do BNDES, em termos reais, estão proporcionais aos do fim da década de noventa.

Desde o início dessa década, o banco buscou desenvolver um mercado de debentures de infraestrutura, para que a investidores privados se sentissem mais atraídos por esse tipo de ativo. A dificuldade estava (e ainda se mantém) em criar um mercado

¹⁵ As características das moedas nacionais em seus usos e funções (DE CONTI, PRATES & PLIHON, 2013) serve de auxílio para a compreensão mais ampla de como crédito, investimento e retorno se materializam e ao mesmo tempo como políticas levadas a cabo por países que emitem moedas conversíveis, podem rebater na periferia do sistema.

secundário onde tais títulos pudessem ser comercializados. Ocorre que o banco, naquele momento, como criador de mercado, buscava estimulá-lo, mas mantendo nível de desembolsos ao setor. Dito de outra forma, incentivava mecanismos privados, mas enquanto este não fosse capaz de se desenvolver a contento, o Estado permaneceria como financiador de longo prazo no Brasil.

Do ponto de vista do tomador de crédito, dentre as variáveis importantes o custo de capital de cada projeto talvez seja o mais emblemático por acabar se refletindo em diferentes patamares de cobertura de serviços da dívida (O ICDS médio no Brasil foi da ordem de 1,3 nos últimos anos) e se constituindo na referência da relação entre as receitas esperadas e os encargos dessa dívida. Quanto maior o custo de capital no financiamento, dado o ICSD, será necessário compensá-lo por uma elevação de tarifas que, por sua vez, recairá sobre os consumidores. Portanto, se a precificação do mercado for muito maior do que o que o BNDES cobrava, por exemplo, o financiamento desloca o custo fiscal (que a sociedade paga e é transferido ao banco) para as tarifas futuras. Dito de outra forma, há de se ter mente que o *trade off* entre as taxas de mercado e uma taxa de juros com melhores condições (no caso brasileiro, materializado na Taxa de Juros Longo Prazo - TJLP) poderia conter efeitos diferenciados para a população, esteja ela financiando um empreendimento via tarifas ou via tributos. Isso porque a existência de um crédito direcionado, ainda que com custo abaixo do custo do mercado, não necessariamente significa um custo final mais elevado para a sociedade vis-à-vis o que dispenderia com tarifas, num financiamento a taxas de mercado.

Ademais, as taxas de juros de mercado, a depender de seu nível e volatilidade, imprimem a necessidade de que o Estado tenha que desempenhar papel central em determinadas etapas do financiamento, partindo da condição de que, quanto maior a incerteza, maior o prêmio de risco exigido. Como ilustração temos uma baixa participação de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) em PPPs muito por conta das dificuldades de entes federativos em gerar garantias aceitáveis (AMORIM FILHO, LEITE & CHAMBARELLI, 2015).

Entender a construção e evolução da institucionalidade ao longo do processo de desenvolvimento nacional, demanda um esforço em analisar as transformações ocorridas e confrontá-la com a posterior capacidade de atuar no desenho e na efetividade das políticas (GAETANI, 2003; GOMIDE, 2015). Seria necessário, portanto, que se resgatasse qual papel o Estado brasileiro representou nos mecanismos de incentivo ao setor, e correlacioná-lo com a estrutura de monitoramento e de punição, o que tornaria possível averiguar o impacto concreto de tais medidas.

Não obstante, o nível de investimento público - que havia crescido em meados da década passada - se reduziu consideravelmente nos últimos anos, resultando em um investimento agregado médio em infraestrutura em torno de 2,2% do PIB na última década (caindo a 1,6% do PIB em 2017), insuficiente para compensar a depreciação do capital fixo (PEREIRA & PUGA, 2016). Vale aqui um destaque, enquanto em muitos países o Estado, a despeito da retórica de atração do capital privado, continua como principal investidor nesse tipo de empreendimento, no Brasil a participação privada já é relativamente alta (FRISCHTAK & NORONHA, 2016). Este fato é importante, pois independente de se atrair mais capital privado, sem investimento público (que ao gerar demanda acaba “puxando” o privado), o país não tem condições de alcançar os almejados 4% do PIB em investimentos.

No que se refere a *Financial Fragility Hypothesis* citada na primeira parte do artigo, o setor elétrico, onde ocorreram vultuosos investimentos na última década, segundo TORRES & MONTANI (2017) apresentou essa tendência especulativa. Ainda que essa taxonomia seja usualmente aplicada apenas a cenários macroeconômicos, no setor de distribuição elétrica os autores conseguiram identificar uma tendência a comportamentos mynskianos, o que pode ter relação com a estrutura de financiamentos.

De um ponto de vista mais qualitativo, há também materiais que trazem elementos a discussão. O Documento da Secretaria Especial de Assuntos Estratégicos (2018), a partir de entrevistas, faz um levantamento com agentes do mercado dos desafios ao aumento do investimento privado em infraestrutura no Brasil, através da elaboração de perguntas e da identificação de pontos comuns nas respostas.

Dentre as muitas recomendações, as que tiveram maior relevância para os entrevistados, por ordem de citações, foram: diminuir o impacto da variação cambial nos financiamentos, aumentar a efetividade do planejamento de longo prazo, melhorar a estruturação de projetos a serem licitados, garantir um calendário de licitações mais adequado e previsível, diversificar as fontes de financiamento para infraestrutura, aumentar a confiança do setor privado em relação às contrapartidas do governo, aperfeiçoar as regras das licitações de empreendimentos, garantir maior estabilidade ao marco regulatório, reduzir as incertezas quanto às exigências para obtenção das licenças socioambientais, aumentar a autonomia decisória das agências reguladoras em relação ao poder político, aperfeiçoar a alocação de riscos nos contratos, definir melhor o novo papel do BNDES, melhorar a interação entre as agências reguladoras e os órgãos de controle, ampliar o uso das debêntures incentivadas, desenvolver o mercado de seguro-garantia, estabelecer critérios mais claros para a escolha de projetos a serem licitados, priorizar a qualidade dos serviços nas parcerias com o setor privado, aumentar a segurança sobre indenizações no término da concessão e estimular a participação de estrangeiros nas licitações.

Conclusão

À guisa de conclusão, este artigo partiu de uma perspectiva de Macroeconomia e de Economia Política Internacional para trazer elementos para a discussão sobre os financiamentos à infraestrutura. Sendo assim, discorrendo sobre o papel do Estado e do mercado para o bom desenvolvimento desses arranjos constatou-se a necessidade de uma relação de fato constitutiva por conta das especificidades e do longo horizonte temporal – sujeitando a incertezas ainda maiores do as já existentes para os agentes econômicos. Não obstante, a existência de diversos interesses por detrás desses grandes investimentos, ancorados na dinâmica do capitalismo moderno, permitiu que se criassem mecanismos de financiamento com diversos agentes envolvidos, no intuito de gerar ganhos de curto prazo. Ademais, esses arranjos buscam impedir que o Estado - e seus instrumentos - possa cumprir papel mais ativo e direcionador, devendo focar apenas em garantias contra riscos e perdas oriundas do projeto.

Levantou-se uma hipótese de que a conjuntura internacional, onde há empocamento de capital latente nos países centrais, pode estar gerando um esforço global de construção de desenhos específicos que permitam que esses capitais migrem para investir em empreendimentos de infraestrutura, com maior retorno. Apesar de não haver

elementos para a comprovação dessa estratégia, monitorando grandes atores - ainda que de forma superficial - é possível visualizar certo consenso em torno de uma agenda com tais propósitos.

A partir do caso brasileiro, buscou-se elencar pontos da mudança de perspectiva e capacidade do Estado em ser o grande direcionador dos investimentos. O BNDES que foi a grande agência do último esforço de desenvolver infraestrutura física no país perdeu espaço e o que se tem verificado são novos arranjos, com grande influência do Banco Mundial, sem que de fato tenhamos resultados concretos até o momento. Ao mesmo tempo, o que se pode esperar para o futuro próximo é mais um pacote de privatizações, com alguns potenciais investimentos novos principalmente em petróleo e gás, mas em termos de arranjos *greenfield*, os agentes - aparentemente - ainda demandam garantias estatais para se arrisarem. Os que acusavam o BNDES de patrimonialista por conta de certa captura do Estado por determinados setores, buscam fazer tal captura travestida de roupagem de mercado. Talvez fosse melhor reconhecer o papel de cada um no processo e gerar uma agenda positiva que resguarde as necessidades de desenvolvimento do país.

Bibliografia

AMORIM FILHO, M.; LEITE, L.; CHAMBARELLI, M. Parcerias público-privadas: uma classe de ativos para investimentos. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 44, p. [251]-309, dez. 2015.

AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. In: AKYÜZ; HELD (orgs.). Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries. United Nations University; Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1993.

BLANCHARD O, Dell’Ariccia, G e Mauro, P. Rethinking Macroeconomic Policy; IMF Staff Position Note, February 12, 2010.

CALDERÓN, C. e SERVÉN, L. The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution. Grupo Banco Mundial. 2004. Disponível em: worldbank.org/publicsector/pe/.../WPS3400.pdf

CARVALHO, F J C de. On the nature and role of financial systems in Keynes’s entrepreneurial economies, Journal of Post Keynesian Economics, vol 39, no. 3, 2016. CASTELAR, A.; MONTEIRO, V.; GONDIM, C.; CORONADO, R.; Estruturação de Projetos de PPP e Concessão no Brasil. São Paulo: IFC, 2015. 245 p.

COMER, B. Project Finance Teaching Note. The Wharton School Project Finance Teaching Note 22, Pensilvania, 1996.

DE CONTI, B.; PRATES, D.; PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu caráter Hierarquizado. In: CINTRA; MARTINS (orgs.). As transformações no sistema monetário internacional. Brasília: IPEA, 2013, p.23-84.

DE PAULA, J.; PALOTTI, P. L.; CAVALCANTE, P. L.; ALVES, P. (orgs.). Burocracia federal de infraestrutura econômica: reflexões sobre capacidades estatais. Brasília: ENAP e IPEA, 2017.

ESTY, B.; CHAVICH, C.; SESIA, A. An Overview of Project Finance and Infrastructure – 2014 update. Harvard Business School, 2014.

ESTACHE, A.; FAY, M. Current Debates on Infrastructure Policy. Policy Research Working Paper 4410. 2007. Grupo Banco Mundial. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/pt/423171468315830676/pdf/wps4410.pdf>

EVANS, P. Além da "monocultura institucional": instituições, capacidades e desenvolvimento deliberativo. In: Sociologias, n. 9, 2003, p. 20-63. http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1517-45222003000100003

FRISCHTAK, C. e NORONHA, J. O Financiamento do Investimento em Infraestrutura no Brasil: uma agenda para a sua expansão sustentada. Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2016.

GAETANI, F. Public Management Policy Change Brazil: 1930-1998. In: International Public Management Journal, 2003.

GARZON, L. F. BNDES: Processo Decisório por Subtração (2003-2014). In: VAINER, C. B.; BRAGA, F. (org.). BNDES: grupos econômicos, setor público e sociedade civil. 1. ed. - Rio de Janeiro: Garamond, 2017.

GOMIDE, A. Condicionantes Institucionais à Execução de Projetos de Investimentos em Infraestrutura: Uma nota de Pesquisa. IPEA, 2015. Disponível:

[:http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/boletim_analise_politico/150714_boletim_analisepolitico_07_cap9.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/boletim_analise_politico/150714_boletim_analisepolitico_07_cap9.pdf)

GRIFFITH-JONES, S. Development banks and their key roles: Supporting investment, structural transformation and sustainable development. Bread for the World – Protestant Development Service, 2016.

HALL, P.; SOSKICE, D (org.), 2001. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford University Press: New York, 2001.

HO, S.; LEVITT, R.; TSUI, C.; HSU, Y. Opportunism-focused transaction cost analysis of public-private partnerships. Journal of Management in Engineering. Virginia, v.31, n.6, p.1-11, 2015.

HODGSON, G. What Are Institutions? Journal of Economic Issues, Vol. XL Nº. 1 March 2006. 25p

Mckinsey Global Institute. *Bridgin Global Infrastructure Gaps*. June 2016.

MINSKY, H. Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press, 1986

WEBER, M. Economia e Sociedade. Brasília: Ed.UNB, 1991.

MREJEN, M. A teoria econômica frente à crise financeira: a revalorização do papel das instituições no pensamento pós-keynesiano como alternativa1. Cadernos do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, v. 9, n. 15, pp.105-121, jul.-dez. 2014.

PEREIRA, J. O Banco Mundial como ator político, intelectual e financeiro (1944-2008). Tese de Doutorado, UFF, 2009

PEREIRA, A.; PUGA, F. Infraestrutura no Brasil: ajustando o foco. TD 112, BNDES, 2016, 26p.

POLANYI, K. The great transformation. The Political and Economic Origins of Our Time. Boston: Beacon Press, 2001.

POMPERMAYER, F; SILVA FILHO, E. Concessões no setor de infraestrutura: propostas para um novo modelo de financiamento e compartilhamento de riscos. Rio de Janeiro: Ipea, fev. 2016.

RAISER, M.; CLARKE, R.; PROCEE, P.; BRICEÑO-GARMENDIA,C.; KIKONI, E.; KIZITO, J.; VIÑUELA, L. De Volta ao Planejamento: Como Preencher a Lacuna de Infraestrutura no Brasil em Tempos de Austeridade. Relatório N.º 117392, Grupo Banco Mundial, 2017.

RANGEL, I. Obras Reunidas. São Paulo: Contraponto, Volume 1, 2005.

Secretaria Especial de Assuntos Estratégicos. Desafios ao aumento do investimento privado em infraestrutura no Brasil. Presidência da República, 2018.

SIFFERT, N.; ALONSO, L.; CHAGAS, E.; SZUSTER, F.; SUSSEKIND, C. O papel do BNDES na expansão do Setor Elétrico nacional e o mecanismo do Project Finance. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Energia_Eletrica/200903_01.html.

TORRES FILHO, E.; MONTANI, N. Regulação dos Sistemas Financeiros: as Experiências Internacional e Brasileira. Projeto de P&D “Índice de Sustentabilidade Econômico-Financeira das Distribuidoras de Energia Elétrica”, Gesel, UFRJ, RJ, 2017. Disponível em: <http://gesel.ie.ufrj.br/app/webroot/files/IFES/BV/2torresfilho.pdf>

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis, AE Journal: Macroeconomics, Jan 2009. World Bank, IMF, OECD. Capital market instruments to mobilize institutional investors to infrastructure and SME financing in Emerging Market Economies. Report for the G2. Washington, 2015.

World Bank. Benchmarking Public-Private Partnerships Procurement 2017, Assessing Government Capability to Prepare, Procure, and Manage PPPs. Washington, 2017a.

World Bank. Bank Policy. Investment Project Financing. 2017b. Disponível em: <https://policies.worldbank.org/sites/ppf3/PPFDocuments/c02d2c9f0ac348ae959d292cb9f342f8.pdf>