

Empresas estatais e investimento estrangeiro em infraestrutura no Brasil após a crise financeira internacional de 2008

Gustavo Teixeira Ferreira da Silva¹

Fernando Amorim Teixeira²

Resumo: O artigo tem como objetivo analisar a participação de BNDES e Eletrobras e de investidores estrangeiros em megaprojetos de infraestrutura no Brasil após a crise financeira internacional de 2008. A pesquisa adota uma perspectiva heterodoxa, de inspiração keynesiana e institucionalista, para realizar uma análise empírica de recorte setorial para o Brasil utilizando a base de dados do Banco Mundial sobre participação privada em infraestrutura. Os resultados demonstram que os dez maiores projetos realizados no setor elétrico brasileiro após 2008 tiveram a participação de capital estrangeiro, sendo que oito contaram com a participação do BNDES (como financiador) e seis com a participação da Eletrobras (como acionista minoritária).

Palavras-chave: Empresas Estatais; Capital Estrangeiro; Investimento em Infraestrutura; Setor Elétrico Brasileiro.

Área de interesse: Bloco II – Desenvolvimento: Papel do Estado, Regulação e Privatização.

¹ Economista (CORECON/RS nº 7129). Mestre em Economia pelo PPGE/UFRGS. E-mail: gteixeiraeconomia@gmail.com.

² Doutorando em Economia no PPGE/UFF. E-mail: fernando_tx@yahoo.com.br.

Introdução

A relação entre Estado e mercado apresenta particularidades no que se refere ao desenvolvimento de arranjos para que se realizem investimentos em infraestrutura. Nesse sentido, empresas estatais podem ser consideradas importantes instrumentos de interação entre as esferas pública e privada, uma vez que possuem papel econômico relevante em diversos países. Devido a sua natureza empresarial e pública, guardam relação tanto com as estruturas de mercado e a estabilidade financeira, como com o orçamento público, além da execução de medidas de política econômica. Assim sendo, estão habilitadas a cumprir diferentes funções para estimular o investimento privado, seja na estruturação do financiamento, investindo em parceria com outros grupos ou mesmo individualmente.

De acordo com a OCDE (2018), no período recente a participação das empresas estatais tem crescido inclusive no comércio e investimento internacional. Em 2015, o conjunto dos países membros e convidados da OCDE (exceto a China) possuía 2.467 empresas estatais, com valor de mercado estimado em cerca de US\$ 2,4 trilhões e mais de 9 milhões de empregados. A China pode ser considerada como um “universo” à parte diante do tamanho e do número de empresas estatais: em 2015 possuía 51 mil estatais, somando US\$ 20,0 trilhões de valor de mercado e 20 milhões de empregados (OECD, 2017).

A necessidade de gerir os investimentos em infraestrutura 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 projetos fundamentais ao desenvolvimento do país e de criar instrumentos eficientes de atração e gestão (ou mesmo investir 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 e internacionais estão mais (ou menos) propensos a investir em determinados ativos, a depender dos seus riscos e retornos.

No entanto, o papel, que durante muitos anos ficou restrito ao Estado, inclusive por meio de empresas estatais, foi sendo paulatinamente transferido aos atores privados através de uma série de modalidades. Assim, privatizações, concessões públicas com diferentes mecanismos de financiamento e diversos tipos de parceria público-privada (PPP) foram estimuladas com o intuito de alavancar grandes projetos de infraestrutura. Ademais, a limitação colocada pela necessidade de expertise prévia e a capacidade de mobilização de grande volume de capital acabaram por circunscrever uma parcela desses recursos aos investidores estrangeiros (via grandes players setoriais), sobretudo no caso dos países em desenvolvimento.

No caso do Brasil em particular, evidencia-se um movimento de certa forma peculiar na conjuntura do pós-crise internacional, o aumento considerável do investimento estrangeiro e da participação privada em infraestrutura³. Segundo a perspectiva adotada neste artigo, tal situação pode guardar relação com o papel que empresas estatais exerceram em arranjos que viabilizaram importantes investimentos a partir de 2008. Considera-se, portanto, que investigar a lógica de tais investimentos pode jogar luz ao atual debate sobre qual papel o Estado, e em especial as empresas estatais, podem exercer dentro

³ Importante destacar que esse movimento ocorreu em um contexto no qual o governo federal adotava amplo conjunto de políticas anticíclicas de estímulo à demanda agregada, o qual contribuiu para o desempenho surpreendente de alguns indicadores macroeconômicos no ano de 2010: o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 7,6%, ao passo que a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) avançou 17,9% e a Indústria de Construção, 13,1% (IPEADATA, 2019).

de uma estratégia de desenvolvimento que busque a retomada dos investimentos de grande porte no país.

O artigo está estruturado em três seções, além da introdução e da conclusão. Inicialmente é realizada uma breve revisão teórica, de inspiração keynesiana e institucionalista, sobre a relação entre Estado e mercado no capitalismo contemporâneo. Na sequência são descritos o escopo e a metodologia de pesquisa. A última seção apresenta os resultados.

1. Estado, mercado, institucionalidades e variedades de capitalismo

Compreender a natureza constitutiva – e, portanto, não antagônica - entre o Estado e o Mercado e a importância de ambos no processo de desenvolvimento dos países encontra em determinados autores um embasamento teórico robusto. A crítica de Polanyi (2001) 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. 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 decorreria da existência simultânea de ambos (Estado e mercado) 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 seria, assim, inerente 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

entidade que estabelece o marco institucional onde os processos econômicos se desenvolvem.

Não obstante, após um período onde a coordenação do Estado no processo econômico foi preponderante (no pós-Segunda Guerra Mundial, até meados dos anos setenta), houve um movimento em que diversas correntes do revisionismo liberal convergiram a respeito de um padrão “definitivo” do objeto de estudo e da metodologia da Macroeconomia centrada no papel do mercado (WOODFORD, 2009). Alicerçados em modelos de equilíbrio geral intertemporal, de fundamentação microeconômica, essas vertentes teóricas partiam do pressuposto básico de que apenas o mercado, atuando livremente, alocaria recursos da melhor forma possível no sentido de um equilíbrio geral de longo prazo. Nesta perspectiva, a política monetária seria o instrumento mais eficaz de 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 estas apenas gerariam distorções alocativas.

No início dos anos 1990, países centrais já haviam se inserido de forma mais abrangente nessa perspectiva, mas foi apenas na segunda metade da década que esse movimento atingiu de forma plena a maioria dos países periféricos. Nesse período, a globalização financeira tornou, de fato, o mercado de capitais a essência do capitalismo moderno (TORRES, 2013). A desregulamentação dos mercados e a ampla mobilidade de capitais fizeram com que os ajustes passassem a ocorrer de forma quase instantânea, dando uma nova cara aos investimentos de curto e de longo prazo. 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 intervenções na economia.

A abertura financeira alçou as taxas de juros dos países a outro patamar para o equilíbrio externo - e não apenas no interno -, e o diferencial entre taxas se tornou peça central para compreender os fluxos. Tal característica derivaria da função reserva de valor das diferentes moedas, função esta que ganhou ainda mais importância num contexto de exacerbação da esfera financeira. Devido ao chamado custo de oportunidade, se torna quase natural uma retroalimentação no sentido das moedas que estão se valorizando, gerando uma realocação de portfólios e reforçando a hierarquia entre elas (DE CONTI, PRATES E PLIHON, 2013, P.30).

Na perspectiva da globalização financeira, a retirada do Estado daquilo que se considerava ser de 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, haveria a possibilidade de realização de um maior número de projetos no agregado, além de liberar recursos públicos para outras despesas prioritárias.

Se a aplicação de tal receituário já teria potencial de criar perturbações consideráveis nos países desenvolvidos, ao transpô-las - acriticamente - a países em desenvolvimento (com Estados mais frágeis e mercados menos desenvolvidos), seria quase natural o surgimento de problemas de diferentes naturezas. Como obstáculos concretos pode-se citar: i) a presunção da existência de uma perspectiva hidráulica de funcionamento da economia e de que as estruturas de mercado estariam dadas no tempo e no espaço; ii) a crença de que as oscilações de curto, médio e longo prazo não gerariam imprevisibilidades “diferenciadas” de país a país e; iii) ao relegar um papel secundário ao Estado, foi dada pouca atenção à percepção de que materializar investimentos de alta envergadura

dependeria de concebê-los a partir de uma perspectiva de planejamento e de política pública (ou seja, conformada e conformando a institucionalidade de cada país).

Frente a esses desafios, a perspectiva teórica aqui adotada tem enfoque mais realista. 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.

A abordagem keynesiana de que decisões individuais dos agentes partem de crenças subjetivas acerca do futuro seria assim a mais apropriada. Diante da impossibilidade de deterem todas as informações e tendo em vista que o mundo é complexo e dinâmico, a incerteza seria característica intrínseca de uma economia monetária da produção. Por conta disso, as institucionalidades se desenvolvem na busca por reduzir o grau de incerteza dos agentes.

A lógica de se adiantar recursos numa economia monetária de produção deriva tanto das expectativas de renda futura dos tomadores de dívidas, quanto das expectativas de risco-retorno para quem adquire os ativos criados. Segundo Studart (1993, P.102), o papel do sistema financeiro na visão pós-keynesiana é mais complexo e essencial que o de um simples intermediador entre investidores e poupadores. Nesse sentido, existe a necessidade de um ambiente institucional favorável ao crescimento financeiramente estável, tal como a existência de mecanismos de financiamento de longo prazo, que nem sempre se desenvolvem através das forças de mercado (muito menos pela simples desregulamentação do sistema financeiro).

No caso dos investimentos de longo prazo, essa lógica se potencializaria, diante dos riscos inerentes ao descasamento de vencimentos, uma vez que a temporalidade de

captação e de retorno gera maior risco de descasamento. Desta feita, a existência de mercados e/ou instituições apropriadas pode gerar alicerces para um crescimento financeiramente mais sólido. Dito de outra forma, o *funding* é central para realização de investimentos de mais longa maturação e fazê-lo via mecanismos privados, encontra limitações em cada jurisdição, o que pode demandar formas alternativas de evitar os problemas de descasamento.

Ademais, é da essência do capitalismo moderno a possibilidade de que agentes venham a incorrer em riscos atrelados a própria natureza dos investimentos, no que foi desenvolvido por Minsky (1986) e ficou conhecido como a *Financial Fragility Hypothesis*. De forma geral, existiria uma tendência inerente nas economias monetárias modernas, a depender da duração da estabilidade econômica de um determinado país, de que agentes se permitam correr mais riscos, sendo que uma reversão dessa estabilidade poderia comprometer a capacidade das firmas mais endividadas de renegociarem seus passivos.

No que diz respeito à institucionalidade, capaz de reduzir tais incertezas, está associada ao conceito de perenidade e estabilidade, onde se definem regras, normas e procedimentos, de tal sorte a estruturar as interações entre os agentes (HODGSON, 2006). Nesse sentido, podem ora constranger, ora estimular ações, uma vez que balizam expectativas e incertezas. É desta perspectiva que Evans (2003) critica o que chamou de “monocultura institucional”, capaz de transcender política e geograficamente as circunstâncias nacionais. Para 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, P.50).

Sob uma concepção de Estado de “racionalidade” weberiana, tais institucionalidades se desenvolvem 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, considera-se que as trajetórias de desenvolvimento adotadas pelos países são diversas e 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).

2. Investimento em infraestrutura no Brasil após a crise financeira mundial de 2008: escopo e metodologia da pesquisa

Como se sabe, investimentos em infraestrutura têm influência direta e indireta no desenvolvimento econômico e social, com impactos relevantes no nível de atividade econômica, na produtividade e, portanto, no crescimento econômico (CALDERÓN & SERVÉN, 2003; ESTACHE & FAY, 2007). Não por acaso, o tema da infraestrutura, bem como do seu financiamento, tem assumido caráter central nos últimos encontros do G-20⁴.

De acordo com estudo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), os processos de formulação de políticas públicas,

⁴ Um dos temas centrais do G-20 (grupo que engloba as 20 maiores economias do mundo) tem sido a estruturação de investimentos de infraestrutura no contexto das inovações financeiras do capitalismo moderno. Ver mais em: <https://www.gihub.org/>

[...] *son sumamente complejos. Múltiples actores, con diversas facultades, horizontes e incentivos, interactúan en diferentes escenarios. Existen diferentes reglas de interacción, que pueden influenciar la forma en que se juega el juego. Estas razones hacen que no sea posible comprender enteramente dichos procesos si se pone énfasis solamente en unas pocas características institucionales [...].* (BID, 2006: P.18).

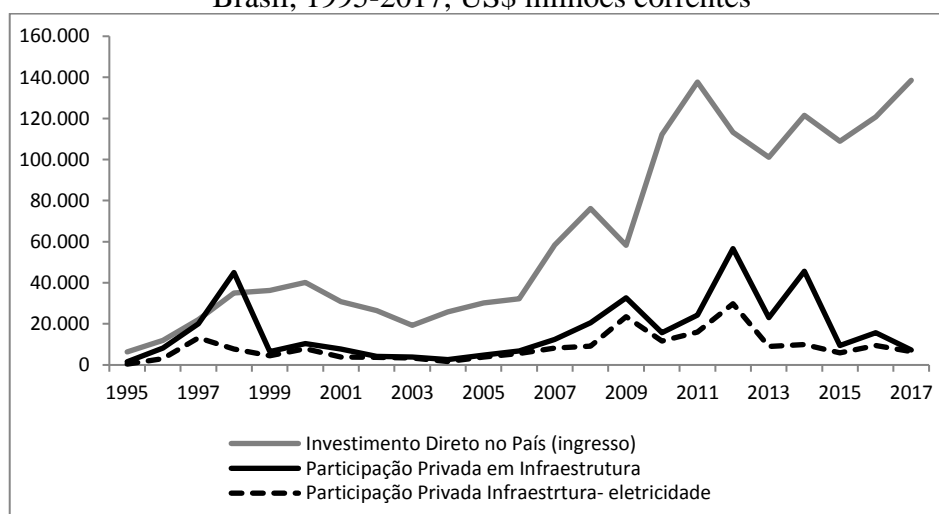
Tais empreendimentos são monopólios naturais com elevados ganhos de escala, atividades intensivas em capital na fase de implantação e têm elevado custo irrecuperável. Inserem-se, desta forma, num rol de possíveis intervenções por parte do ente público, de comando e controle, da definição do grau de concentração de capital próprio, de regulação, de *equity* e da dívida, dentre outros. Em muitos casos, exige ainda a ação estatal direta (dando garantias), como em projetos com a participação de empresas estatais.

Ao mesmo tempo, 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 (PPP) ou mesmo concessões de diversas naturezas, dentre elas Sociedades de Propósito Específico (SPE), podem se desenvolver dialogando com as especificidades supracitadas. A SPE é uma modalidade de negócios que busca isolar riscos, além de evitar que os administradores tenham discricionariedade sobre a utilização do fluxo de caixa, permitindo para o agente regulador informações mais precisas sobre o desempenho econômico-financeiro da concessão. No caso do financiamento, o *Project Finance* é o mecanismo mais utilizado na estruturação financeira a um projeto, no qual o financiador e o investidor (patrocinador) são legalmente independentes. Isto é, assume-se o fluxo de caixa a ser gerado, além dos ativos do projeto, como fontes primárias de garantia do financiamento (SIFFERT *et al*, 2009).

A partir dos anos dois mil, a lógica de adaptar grandes projetos à nova realidade financeira tornou-se mais latente e se multiplicaram as iniciativas mundo afora, de acordo com *World Bank Private Participation in Infrastructure* (PPI). Contudo, diferentemente do que se poderia supor, tendo em vista o aumento do grau de incerteza, foi nos anos posteriores à crise de 2008 que ocorreu o maior incremento desses projetos. É também a partir desse período que se verifica um incremento substancial do ingresso de investimento estrangeiro no país.

O Gráfico 1, abaixo, apresenta a evolução do ingresso de Investimento Direto no País (IDP) e da participação privada em infraestrutura (PPI) no período de 1995 a 2017 no Brasil. Segundo os dados do Banco Mundial, entre 2008 e 2017, a PPI no Brasil alcançou US\$ 257,0 bilhões (635 projetos), sendo US\$ 135,8 bilhões (426 projetos) no setor de energia elétrica. É possível observar que o volume da PPI registrado no pós-crise (até 2014) superou, inclusive, o montante da PPI durante o processo de privatizações que ocorreu no país na segunda metade da década de 1990.

Gráfico 1. Participação Privada em Infraestrutura e Investimento Direto no País (ingresso), Brasil, 1995-2017, US\$ milhões correntes



Fonte: World Bank e IPEADATA. Elaboração própria.

Conforme é possível observar, embora a PPI registre queda significativa a partir de 2014, o ingresso de IDP se mantém em patamar elevado. Uma explicação possível é que, no período recente, sob o contexto da crise política e econômica e do programa de privatizações e concessões adotado desde o governo Temer em 2016 (Programa de Parceria do Investimento), boa parte do ingresso de capital ocorreu para investimentos na forma de fusão e aquisição. Não é demais lembrar que esse tipo de transação (*brownfield*) guarda menor relação com dinâmica econômica do que os projetos de modalidade *greenfield*, que possuem impacto maior no nível de investimento (constituição de ativos), na geração de emprego e renda, na produtividade, e, portanto, para o crescimento econômico.

Cabe lembrar ainda que o investimento público exerceu importante contribuição para o bom desempenho econômico do país até a crise de 2015. De acordo com Orair *et al* (2018), no período de 2007-2010 os investimentos do setor público e das empresas estatais federais cresceram a uma taxa média anual de 17,0% e 23,0%, respectivamente. Não obstante, o nível de investimento público em infraestrutura, que alcançou uma média de 2,2% do PIB ano na última década, caiu para 1,6% do PIB em 2017, percentual este insuficiente para compensar inclusive a depreciação do capital fixo (PEREIRA & PUGA, 2016).

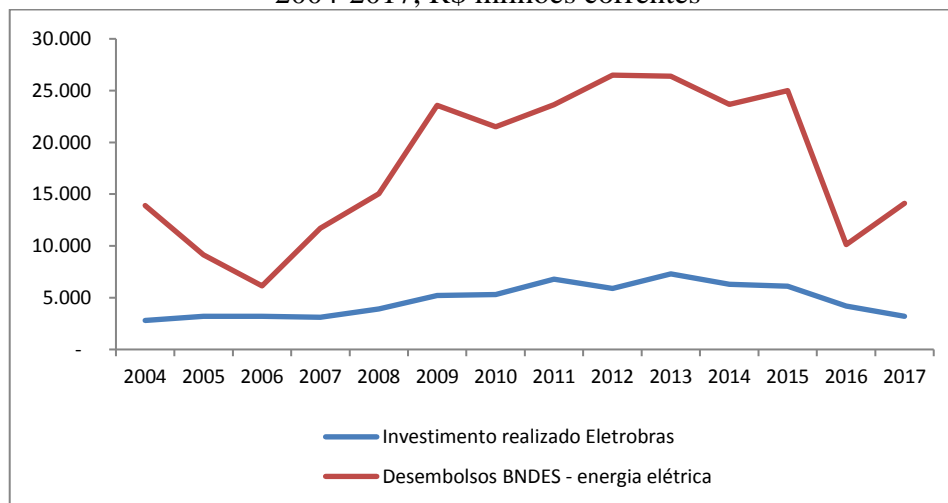
No caso do setor elétrico, é possível afirmar que desde meados dos anos dois mil, BNDES e Eletrobras⁵, além de uma série de mudanças institucionais e regulatórias⁶,

⁵ Em 2017, o grupo BNDES possuía 4 empresas, com R\$ 867,4 bilhões em ativos e R\$ 62,8 bilhões em patrimônio líquido. O grupo Eletrobras, por sua vez, era composto por 39 empresas, com R\$ 172,3 bilhões em ativos e R\$ 42,7 bilhões em patrimônio líquido. Um aspecto de inter-relação entre as duas estatais que deve ser mencionado é o fato do BNDES possuir 16% das ações ordinárias da Eletrobras.

⁶ Segundo Werner (2017), o aprimoramento do marco regulatório em 2004 deu sua contribuição ao minimizar riscos e gerar maior capacidade de originar e planejar projetos. A Lei 10.847 (que criou a Empresa

contribuíram para que o país figurasse entre os destaques nas participações de investimentos privados no setor elétrico a nível mundial. Conforme o Gráfico 2, a trajetória dos desembolsos do BNDES para o setor elétrico foi crescente de 2006 e 2014. No caso da Eletrobras, é possível observar o crescimento expressivo do investimento no período de 2008 a 2013, e uma queda bastante acentuada a partir de 2015. A política de investimento da Eletrobras em parceria com outros grupos levou a estatal a registrar participação em mais de 170 SPEs, modalidade que respondeu por cerca da metade do investimento do grupo no período.

Gráfico 2. Participação do BNDES e Eletrobras no setor elétrico brasileiro, 2004-2017, R\$ milhões correntes



Fonte: BNDES e Ministério do Planejamento. Elaboração própria.

de Pesquisa Energética - EPE) e a Lei 11.079 (que estabeleceu normas gerais para licitação e contratação de PPPs) foram essenciais para alavancar os investimentos no setor. A obrigatoriedade de constituição de SPEs permitiu o financiamento através da engenharia financeira do *Project Finance*. Recentemente, pode-se destacar a Lei 12.431 que criou os chamados Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e a Lei 12.766 que alterou a legislação anterior, incluindo mecanismos de remuneração variável, inovações com relação ao fundo garantidor de parcerias. Vale mencionar ainda institucionalidade brasileira no setor, formada pelo Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), o Ministério de Minas e Energia (MME), a Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), o Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE) e Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS).

Pois bem, foi tomando como referência os dados acima apresentados que se procurou delimitar o objeto de análise da presente pesquisa, qual seja, a lógica utilizada para que esses investimentos fossem viabilizados, sobretudo no contexto de exacerbação do grau de incerteza decorrente da crise financeira internacional. A metodologia de investigação proposta é uma análise empírica, de recorte setorial, dos dez maiores projetos realizados no setor elétrico brasileiro após 2008.

A fonte utilizada é a base de dados do Banco Mundial sobre participação privada em infraestrutura (*Private Participation in Infrastructure Database*). A referida base agrega informações de mais de 6.400 projetos, em 139 países de renda baixa e média (conforme classificação do Banco Mundial). É possível identificar, dentre outras informações, o valor em ativo fixo de capital, a modalidade do investimento e os agentes envolvidos (investidores e financiadores). A fim de detalhar as informações sobre a composição societária dos empreendimentos e dos seus respectivos participantes, foram analisadas, de forma complementar, as Demonstrações Financeiras das empresas.

3. Participação estatal e estrangeira nos megaprojetos realizados no setor elétrico brasileiro após a crise de 2008

De acordo com os dados da pesquisa, as dez maiores participações privadas na modalidade *greenfield* no setor elétrico brasileiro totalizaram US\$ 38,7 bilhões, o que representa mais de 30% do total da PPI registrada no país. A Tabela 1, abaixo, apresenta um resumo dos resultados da pesquisa. A maior parte dos projetos ocorreu entre 2009 e 2012, e foi viabilizada por meio da constituição de SPEs e utilizando a modalidade de financiamento *Project Finance*.

Tabela 1. Dez maiores participações privadas no setor elétrico brasileiro, modalidade *greenfield*, 2008-2017

Ranking	Empreendimento	Ano	Valor (US\$ milhões)	Financiamento BNDES (US\$ milhões)	Participação Eletrobras	Participação estrangeira
1º	Belo Monte (geração)	2012	14.800	13.415	49,90%	Espanha (10%)
2º	Santo Antônio (geração)	2009	6.800	3.100	43,00%	Espanha (10%); Portugal (10%)
3º	Jirau (geração)	2009	5.300	4.800	40,00%	França (40%); Japão (20%)
4º	Brookfield (geração)	2010	2.241	n.d.	-	Canadá (100%)
5º	Teles Pieres (geração)	2012	1.896	1.510	49,20%	Espanha (51%)
6º	IEMA (transmissão)	2012	1.793	Sim	49,00%	Colômbia (51%)
7º	Belo Monte (transmissão)	2017	1.762	1.140	49,00%	China (51%)
8º	Parnaíba (geração)	2011	1.634	700	-	Alemanha (30%)
9º	Porto Pecem (geração)	2009	1.400	Sim	-	Alemanha (22%); Portugal (50%)
10º	Tucuruí – Oriximãna (transmissão)	2010	1.109	-	-	Espanha (100%)

Fonte: World Bank e Demonstrações Financeiras das empresas. Elaboração própria.

De acordo com a referida Tabela, todos os empreendimentos contaram com participação estrangeira, totalizando 8 nacionalidades. Nesse particular, pelo menos três aspectos são importantes de destacar:

- i. As empresas estrangeiras participantes desses projetos são grandes players da área de energia em nível mundial e muitas delas têm participação importante no Brasil, como por exemplo, a Neenergia - Iberdrola (Espanha), Brookfield (Canadá), Engie (França) e State Grid (China).
- ii. Algumas delas são empresas estatais (State Grid) ou possuem participação estatal, seja direta do Estado ou de uma empresa estatal. São os casos do grupo francês Engie, no qual o Estado francês é o maior acionista; e do grupo português Eletricidade de Portugal (EDP), em que a maior acionista é a empresa estatal chinesa China Three Gorges (CTG).
- iii. É possível identificar a forte e difundida presença de Fundos de Investimento na composição acionária dessas corporações - uma característica marcante do atual

estágio do processo de globalização financeira. A Neoenergia, por exemplo, possui participação acionária da Previ (Fundo de Investimento do Banco do Brasil), enquanto que a Iberdrola, grupo controlador da empresa, possui como maiores acionistas o Fundo de Investimento BlacRock e o Fundo Soberano do Qatar (*Qatar Investment Authority*), Fundos estes que também compõem a estrutura acionária do grupo português EDP.

Diante dessas informações seria possível afirmar, por exemplo, que o 7º empreendimento do ranking, Belo Monte Transmissão, apesar de constar na base de dados do Banco Mundial como participação privada em infraestrutura, é na verdade um empreendimento puramente estatal, uma vez que todas as empresas participantes são estatais: duas nacionais (BNDES e Eletrobras) e uma estrangeira (State Grid). Já no caso do 9º empreendimento do ranking, Porto Pecem, pode-se considerar que a participação estrangeira do grupo português EDP, representa uma estatal chinesa (CTG), um Fundo de Investimento americano e o Fundo Soberano do Qatar.

No que diz respeito à participação estatal nacional, observa-se que o BNDES participou de oito projetos, dos quais o montante financiado pela estatal superou US\$ 25,0 bilhões. Já a Eletrobras registrou participação em seis projetos (os maiores), através das suas controladas Chesf, Eletronorte, Eletrosul e Furnas. Ademais, foi possível identificar outras participações estatais nacionais: da Companhia de Energia Elétrica do Estado de Minas Gerais (CEMIG) na usina hidrelétrica de Belo Monte, e do Banco da Amazônia (BASA) na linha de transmissão Tucuruí-Orixamana.

Por fim, a título de ilustração da complexidade de estruturação e da diversidade de agentes participantes nestes projetos, cabe mencionar alguns aspectos apresentados no estudo de caso da hidrelétrica de Teles Pires elaborado por Vazquez, Hallack e Queiroz (2016). Em síntese, o *Consórcio Teles Pires Energia Eficiente*, constituído por

Neoenergia/Iberdrola, Eletrobras/Eletrosul, Eletrobras/Furnas e Odebrecht Energia, ganhou a concessão em leilão realizado pela Aneel em 2010. Criou-se então a SPE *Companhia Hidrelétrica Teles Pires S/A*, para as atividades de construção, montagem, operação e manutenção das instalações de geração da usina. Outro consórcio, formado pelas empresas Odebrecht Energia, Voith, Alston, PCE e Intertechne, foi contratado em regime de EPC (*engineering, procurement and construction* – engenharia, aquisição e construção) para executar o projeto e as obras civis, além de fornecer e montar os equipamentos eletromecânicos do empreendimento.

No plano financeiro, foram alavancados recursos de R\$ 3,6 bilhões em três níveis de financiamento: (i) financiamento de longo prazo; (ii) financiamento do equity e (iii) financiamento de curto prazo por meio de empréstimos-ponte. Os recursos de longo prazo foram obtidos das linhas de financiamento do BNDES Finem e BNDES Finame, com vinte anos de prazo de amortização. Estipulou-se financiamento de R\$ 1,2 bilhão e um repasse no valor de R\$ 2,4 bilhões (além de R\$ 450 milhões para o curto prazo). Emitiram-se, ainda, debêntures simples privadas, com vinte anos de prazo, no montante de R\$ 650 milhões, cujo único comprador foi o Fundo de Investimento da Caixa Econômica Federal, FI-FGTS (Vazquez; Hallack; e Queiroz, 2016, P.30).

Conclusões

O objetivo do texto foi analisar a participação de empresas estatais e estrangeiras em investimentos de infraestrutura no Brasil. Para tanto, foi adotada uma perspectiva keynesiana e institucionalista sobre o financiamento e o investimento no setor de infraestrutura. Tendo em vista as especificidades e o longo horizonte temporal desse tipo de investimento, argumentou-se sobre a necessidade de uma relação de fato constitutiva entre Estado e mercado para o bom desenvolvimento de arranjos que viabilizem a

mobilização de grandes volumes de capital. Assumiu-se que as trajetórias de desenvolvimento adotadas pelos países são diversas e moldadas por uma simbiose da relação entre o Estado e o mercado e pelas estruturas e conjunturas sistêmicas.

Diante dos elementos concernentes ao capitalismo moderno, financeirizado e curto-prazista, foi destacada a necessidade de se desenvolverem certas garantias para participação do capital privado, como, por exemplo, o papel de empresas estatais para reduzir as incertezas inerentes a esses investimentos. Conforme apresentado, a existência e atuação ativa de empresas estatais nos diferentes processos de desenvolvimento é comum em vários países. Nos países da OCDE, e na China, existem milhares de estatais, que não apenas investem domesticamente, como têm tido forte atuação no exterior.

O objeto de análise teve como pano de fundo a conjuntura internacional no pós-crise, no qual, apesar da instabilidade financeira internacional, verificou-se significativo aumento tanto do ingresso de capital estrangeiro como da participação privada em infraestrutura no Brasil (principalmente no setor elétrico). Utilizou-se a base de dados do Banco Mundial sobre participação privada em infraestrutura para analisar os dez maiores projetos realizados no setor elétrico brasileiro.

Os resultados do recorte setorial demonstraram que todos os projetos contaram com participação de grandes *players* estrangeiros. A maior parte dos projetos foi constituída através de modernos mecanismos de mercado que procuram reduzir os riscos de negócios (Sociedades de Propósito Específico e financiamento via *Project Finance*). Contudo, é possível afirmar que a diluição dos riscos derivou não apenas destes mecanismos, mas também da forte participação estatal nos empreendimentos. Isso porque, além da Eletrobras e do BNDES, outras participações estatais, nacionais e estrangeiras, foram identificadas.

Nesse sentido, pode-se concluir que empresas estatais nacionais e investidores estrangeiros (dentre eles empresas estatais) viabilizaram - mesmo em uma conjuntura desfavorável - que tais investimentos viessem a acontecer.

Por fim, cabe mencionar que os resultados desses investimentos não foram avaliados na presente pesquisa, e devem, portanto, ser considerados no contexto mais amplo da estratégia de desenvolvimento adotada pelo Estado brasileiro no período em questão, inclusive no que diz respeito as diferentes externalidades geradas do ponto vista social e ambiental.

Referências

- 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.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *La política de las políticas públicas*. Progreso económico y social en América Latina, Informe 2006. Banco Interamericano de Desarrollo: Washington D.C., 2006.
- CALDERÓN, C. e SERVÉN, L. The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution. Grupo Banco Mundial. 2004.
- DE CONTI, B., PRATES, D. & PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu caráter Hierarquizado. In: As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins, Brasília: Ipea, p.23-84, 2013.
- EVANS, P. Além da "monocultura institucional": instituições, capacidades e desenvolvimento deliberativo. In: Sociologias, n. 9, 2003, p. 20-63.
- HALL, P.; SOSKICE, D (org.), 2001. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford University Press: New York, 2001.
- HODGSON, G. What Are Institutions? Journal of Economic Issues, Vol. XL Nº. 1 March 2006. 25p
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Condicionantes Institucionais à Execução de Projetos de Infraestrutura: Financiamento de Longo Prazo. IPEA, TD 2266, Rio de Janeiro, 2016
- MINSKY, H. Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press, 1986.
- OCDE (2018). Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais, Edição 2015, OECD Publishing, Paris. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>

OCDE. The Size and Sectoral Distribution of SOEs in OECD and Partner Countries. Paris: OECD Publishing, 2017. Disponível em: : https://read.oecd-ilibrary.org/governance/the-size-and-sectoral-distribution-of-state-owned-enterprises_9789264280663-en#page16

ORAIR, R.O.; SIQUEIRA, F. F. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. Economia e Sociedade, Campinas, v. 27, n. 3 (64), p. 939-969, setembro-dezembro 2018.

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.

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/ConsultaExpressa/Setor/Energia_Eletrica/200903_01.html.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-kynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política, vol.13, nº 1(49), janeiro-março/1993.

TORRES, E. A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo. 2013 (mimeo).

VAZQUEZ, M.; HALLACK, M. e QUEIROZ, R. Condicionantes Institucionais à Execução de Projetos de Infraestrutura: Financiamento de Longo Prazo. IPEA, TD 2266, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7396/1/td_2266.PDF

WERNER, D. A atuação do BNDES na política do Setor Elétrico brasileiro: 2002-2014. In: Vainer, C e Braga, F. (org.). BNDES: grupos econômicos, setor público e sociedade civil. Rio de Janeiro, Garamond, 2017.

WOODFORD, M. "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis," American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 1(1), pages 267-279.

Bases de Dados:

BNDES. Disponível em:

<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos>

WORLD BANK. Disponível em: <https://ppi.worldbank.org/>

IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>

BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento. Disponível em:

<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/boletim-das-empresas-estatais>