

OS DESAFIOS DO INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA NO BRASIL: A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO

THE CHALLENGES OF INFRASTRUCTURE INVESTMENT IN BRAZIL: THE ISSUE OF FUNDING

Breno Fraga Miranda e Silva¹

RESUMO

O Estado brasileiro vive a necessidade de aumentar o nível dos seus investimentos no setor de infraestrutura para poder manter o seu crescimento econômico de forma consistente. O que se propõe neste artigo é analisar quais as políticas públicas estão sendo aplicadas no setor, a forma pela qual elas estão sendo aplicadas e quais são os seus impactos que podem ser percebidos no mercado. Ao analisar a atuação do BNDES no setor assim como a influência das leis de incentivo ao mercado de títulos privados (Lei 12.431/2011, Lei nº 12.715/2012 e Instrução Normativa CVM nº476/2009), discute-se a necessidade de uma atuação que preze pela coexistência e desenvolvimento das formas de captação de recursos assim como da aplicação das referidas políticas em consonância com políticas econômicas condizentes a elas, fazendo com que sejam criados ambientes propícios para o crescimento do investimento e posterior manutenção deste.

Palavras-chave: Infraestrutura. Formas de captação. Financiamento. Mercado de capitais. BNDES.

ABSTRACT

The Brazilian state needs to increase the level of their investments in the infrastructure sector in order to maintain its economic growth consistently. What is proposed in this article is to analyze how public policies are being applied in the industry, the way they are being implemented and what are its impacts can be perceived in the market. When analyzing the performance of BNDES in the sector as well as the influence of laws to encourage private bond market (Law nº 12.431/2011, Law nº 12.715/2012 and Normative Instruction CVM nº 476/2009), discusses the need for a performance that work for the coexistence and development of ways to raise funds as well as the application of those policies in line with economic policies conducive to them, so that enabling environments are created for the growth of investment and subsequent maintenance of this.

Keywords: Infrastructure. Forms of funding. Financing. Capital markets. BNDES.

¹ Mestrando da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas e bolsista pela mesma instituição através da bolsa Mário Henrique Simonsen.

1 INTRODUÇÃO

Segundo os últimos levantamentos sobre o tema², o Brasil apresentou um investimento em infraestrutura em um montante de cerca de 2,45% do Produto Interno Bruto (PIB) do país no ano de 2013. Para efeitos comparativos, os expoentes latinos neste tipo de investimento (Chile e Colômbia) apresentaram investimentos da ordem de 5% a 6% dos seus respectivos PIBs, enquanto países asiáticos como Tailândia, China, Índia e Vietnã, mesmo que partindo de pontos econômicos distintos, apresentaram investimentos da ordem de 6 a 10% do PIB em boa parte da década passada (FRISCHTAK, 2008). Faz-se necessário reconhecer a importância de uma infraestrutura econômica adequada para a geração de um ambiente propício ao desenvolvimento. Esta afirmação torna-se clara ao analisar a relevância que a infraestrutura ganha nas discussões teóricas sobre o desenvolvimento. Como embasamento teórico desta discussão pontual, pode ser citado como uma das mais enfáticas, a discussão travada pelos autores Briceño-Garmendia; Estache e Shafik, realizada em artigo publicado em 2004³, ou a apresentação de questões de forma mais incisiva, realizada por Stéphane Straub (2008). Apesar do reconhecimento atribuído às benfeitorias originadas do investimento em infraestrutura, muitos países em desenvolvimento ainda não conseguem concentrar expressivos investimentos na área, seja por questões relacionadas à sua conjuntura política, seja por problemas regulatórios que afastam o interesse do setor privado neste tipo de investimento.

Apesar de existirem diferentes conceitos sobre o que se deve delimitar no tema, faz-se imprescindível realizar um recorte metodológico e assumir como *infraestrutura*⁴ o conjunto mais abrangente de setores apresentado nos entendimentos da CEPAL, do BNDES e do Banco Mundial. Dito isto, faz-se necessário partir para a análise do impacto regulatório voltado para a infraestrutura no modelo desenvolvimentista brasileiro. Por ora não é a aspiração aprofundar a discussão teórica neste ramo, mas se valer das teorias desenvolvimentistas e destacar os elementos de regulação e incentivo do setor que fazem referência à cada uma delas.

Ao sair do que poderia ser considerado um período onde prevaleceu o “desenvolvimentismo”, no qual o Estado apresentava o comando estatal da economia e

² FRISCHTAK, Cláudio; DAVIES, Katharina. O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento. In: FRISCHTAK, Cláudio Roberto; PINHEIRO, Armando Castelar (Orgs.). **Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes**. São Paulo: FGV, 2014.

³ BRICEÑO-GARMENDIA, Cecilia; ESTACHE, Antonio; SHAFIK, Nemat. Infrastructure services in developing countries: access, quality, costs and policy reform. **World Bank Policy Research Working Paper** 3468, dec. 2004.

⁴ Considera-se aqui como conceito mais abrangente de infraestrutura os setores abarcados pelo conceito proposto pela Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base (ABDIB) quais são: transporte e logística, telecomunicações, saneamento básico, energia elétrica, petróleo e gás natural.

procurava promover a produção de conteúdo local e a formação de grandes concorrentes, o Brasil entrou na década de 1990, no qual passava-se por um período pós-transição democrática e que teve como objetivo principal a estabilização da economia e o combate à inflação que assolava o país. O mote desenvolvimentista da época tinha viés neoliberal, prevendo a possibilidade do Estado exercer a sua atuação em certos setores da economia social. O poder público precisaria tomar as medidas necessárias para reduzir ao mínimo as injustiças econômicas, uma vez que se acredita haver muito espaço no campo da ação social para que pudesse ser desempenhado o papel do governo. Entretanto não foi isto que se observou no Brasil. Em plena época de estabilização da nova moeda, o governo brasileiro não tinha dinheiro suficiente, sendo obrigado a se socorrer de empréstimos de fundos monetários e de outros países, fazendo com que a política social não conseguisse muito espaço e que a regulação do mercado estivesse extremamente enfraquecida. Na década seguinte, é observada uma maior atuação do Estado brasileiro enquanto interventor do contexto econômico, atuando ativamente através da aplicação das políticas sociais e, no que diz respeito ao setor de infraestrutura, através da atuação do BNDES enquanto um dos atores mais atuantes, preenchendo as lacunas de mercado e garantindo crédito de longo prazo, através do qual se reputa ser um dos maiores fomentadores do setor. Atualmente, com as inúmeras crises econômicas mundiais, o mercado brasileiro relacionado à infraestrutura vem sofrendo com a diminuição do nível de investimento que, em algumas circunstâncias não chegou nem a fazer frente à manutenção dos investimentos realizados anteriormente.

Diante da teoria desenvolvimentista assimilada pelo Estado brasileiro, a atual conjuntura continua se deparando com o questionamento sobre como fazer com que um Estado de economia emergente, como o Brasil, encare a necessidade de crescer economicamente de forma acentuada e passe a desenvolver o seu mercado privado de longo prazo tendo em vista necessitar, cada vez menos, que o BNDES atue como agente protagonista.

2 METODOLOGIA APLICADA NA PESQUISA

A metodologia aplicada no presente estudo se baseia na utilização dos métodos indutivos e hipotéticos-dedutivos. A aplicação do primeiro método procura estabelecer uma conexão ascendente do particular para o geral. Na medida em que o foco é estudo do financiamento dos investimentos em infraestrutura no Brasil, a pesquisa propõe traçar o desempenho de cada setor de financiamento (bancos públicos, bancos privados e mercado de capitais) e, a partir destas condições particulares, produzir uma generalização sobre as formas

de financiamento que ocorrem no Brasil. O raciocínio indutivo parte do efeito para as causas, exigindo verificação e observação dos dados. Na presente pesquisa foram utilizados dados empíricos de pesquisas anteriores sobre o mesmo tema e, a partir deles, foram traçadas as conclusões que demonstram a necessidade do fortalecimento do mercado de capitais assim como a diminuição da taxa básica de juros atualmente proposta. O segundo método de pesquisa utilizado baseia-se justamente na formulação de hipóteses através das quais ocorre o processo de inferência dedutiva - no caso da pesquisa, as principais hipóteses são a necessidade de fortalecimento do mercado de capitais e da diminuição da taxa básica de juros - que, ao ser trabalhado através da observação e da comparação estatística, propõe alcançar um conjunto de postulados que rege o modelo de financiamento aos projetos de infraestrutura no Brasil.

No que diz respeito à forma de abordagem, deve-se fazer referência ao método de pesquisa qualitativa que, somando-se aos métodos anteriores, foi utilizado na pesquisa, na medida em que houve uma preocupação em analisar e interpretar os dados em seus conteúdos econômicos e sociais, considerando a relação dinâmica entre o enfoque econômico do problema e o enfoque social desse último. Ao descrever os desafios do financiamento aos projetos de investimento utilizou-se basicamente a descrição e a análise indutiva dos dados.

Por fim, pode-se afirmar que a pesquisa, no nível em que se encontra, apresenta um caráter exploratório, na medida em que se propõe trazer uma visão geral do setor de infraestrutura, definindo objetivos e hipóteses de uma pesquisa mais ampla. No que diz respeito à tipologia da pesquisa, é possível caracterizar a pesquisa como teórica, entretanto esta se utiliza de dados empíricos como base de sustentação. No que diz respeito aos procedimentos utilizados na obtenção dos dados, deve-se fazer menção à pesquisa bibliográfica – ocorrida principalmente através do acesso aos outros artigos acadêmicos sobre o tema – e a pesquisa documental, realizada através da análise das tabelas publicadas pela ANBIMA e pelo BNDES.

3 CONTEXTO DOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA NO BRASIL

É imprescindível analisar como se configurou a carteira de investimentos do BNDES no setor de infraestrutura nos últimos anos, através da qual é perceptível a forte atuação do banco no setor, principalmente através do investimento pelo modelo de *project finance*, que, segundo o BNDES, se caracteriza como “[...] uma forma de engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e

recebíveis desse mesmo projeto”⁵. Ao analisar os dados deve-se ter em conta não só a atuação do banco mas também as características que a economia brasileira apresentou no decorrer do período analisado que influenciaram positivamente o nível o desembolso. Sobre este assunto o pesquisador Siffert Filho (2010, p. 211-227) informou que trata-se de um ciclo de crescimento com “[...] taxa média anual da ordem de 3,94% ao ano, com tendência de aceleração até o penúltimo trimestre de 2008”. Se por um lado a atuação do BNDES é positiva e necessária, por outro, descortina a incipiência da atuação do mercado de capitais como agente financiador de longo prazo no setor de infraestrutura, uma vez que a conjuntura política e econômica brasileira (com altos juros reais e maciça presença de crédito subsidiado através dos bancos públicos) inibe o crescimento do setor.

Ciente desta situação, o legislador vem apresentando subsídios e isenções como formas de fazer com que o mercado de capitais cresça a despeito dos altos juros e possa atuar com mais independência em relação ao BNDES, o que faria com que este último pudesse se focar mais nas estruturações de financiamento e prospecção de novos negócios em novos setores, utilizando dos recursos que atualmente poderiam ser substituídos por recursos advindos da iniciativa privada.

Entretanto, o que se percebe através da análise da estrutura de dívidas das principais empresas no Brasil é justamente um apego ao crédito subsidiado e uma dificuldade de captar a integridade do montante que poderia ser captado através do mercado de capitais, a despeito de todos os incentivos legais e regulatórios.

As tabelas a seguir demonstram o crescimento dos investimentos públicos no setor de infraestrutura, ratificando a posição de agente fomentador do BNDES e necessidade de um crescimento sustentado por parte das captações através do mercado de capitais.

Tabela 1 - Aprovações do BNDES, de 2003 até 2009 (em R\$ mil)

Segmentos	Capacidade Instalada	Nº de Projetos	Financiamento do BNDES	Investimento previsto
1. Energia Elétrica	25.948MW	293	60.721.640	105.121.513
1.1- Geração	18.675MW		44.051.029	75.950.529
1.1.1 - Hidrelétricas	3.162MW		29.136.571	50.943.790
1.1.2 - Termelétricas	1.922MW		4.421.818	9.658.345
1.1.3 - PCH	1.517MW		6.045.505	8.751.756

⁵ Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/>. Acesso em: 05 abr. 2014.

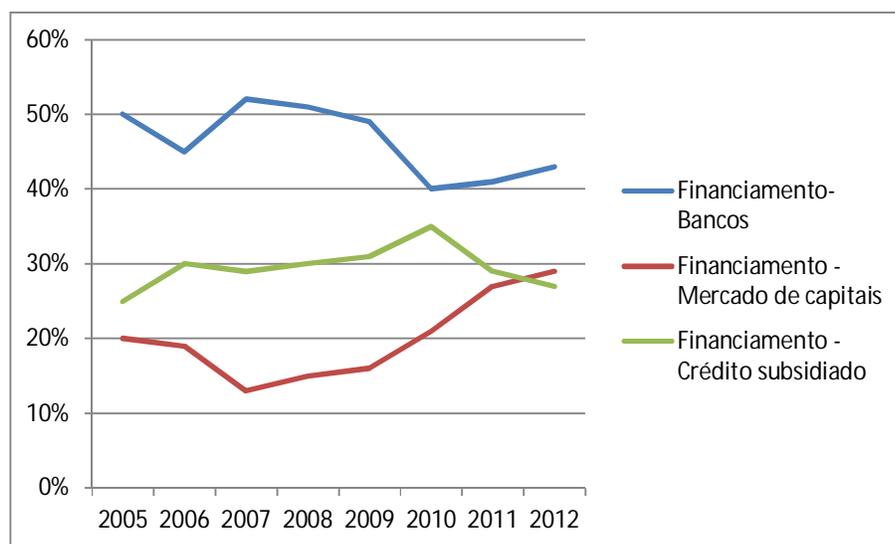
1.1.4 - Biomassa	673MW		2.395.358	3.128.693
1.1.5 - Eólicas	13.839MW		2.051.778	3.467.944
1.2. Transmissão			7.867.510	14.057.962
1.3. Distribuição			8.793.611	15.100.636
1.4. Racionalização			9.490	12.386
2. Transporte e logística		160	29.850.093	63.946.030
2.1- Ferrovia		17	6.860.376	17.769.965
2.2- Marítimo		111	18.673.501	32.974.871
2.3- Rodovia		25	3.062.833	11.183.393
2.4- Aéreo		7	1.253.383	2.017.801
3. Petróleo, gás e biodiesel		36	39.135.871	79.207.190
3.1- Biodiesel		8	397.669	493.526
3.2- Gás natural		18	11.339.510	18.467.419
3.3- Petróleo		10	27.398.692	60.246.245
4. Telecom		35	19.791.625	59.089.720
Total		524	149.499.229	307.364.453

Fonte: SIFFERT FILHO, Nelson. A expansão da infraestrutura no Brasil e o project finance. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 211-227.

Tabela 2 - Aprovações pelo BNDES de financiamentos em infraestrutura de 2003-2009(em bilhões de reais)

Setores da economia	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Elétrico	6	3	4	3	12	14	13
Gás e petróleo	7	3	5	6	15	16	45
Logística e transportes	8	3	8	10	30	22	56
Telecomunicações	9	5	10	14	32	23	58

Fonte: SIFFERT FILHO, Nelson. A expansão da infraestrutura no Brasil e o project finance. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 211-227.

Tabela 3 - Evolução das fontes de financiamento das empresas listadas na BM&FBOVESPA

Fonte: TARANTIN JUNIOR, Wilson. **Estrutura de capital:** o papel das fontes de financiamento nas quais as companhias abertas brasileiras se baseiam. 108 f. 2013. Dissertação (Mestrado) – FEA-USP-RP, Ribeirão Preto, 2013.

Outro ponto a que se deve ter atenção são as fontes de financiamento nas quais as companhias se baseiam. Estas fontes exercem influência na formação da estrutura de capital das empresas via alavancagem e maturidade das dívidas. Em relação à alavancagem, pode-se afirmar que as empresas que têm maior proporção de seus recursos captados no mercado de capitais geralmente são as mais alavancadas, enquanto as empresas que tem maior proporção de recursos subsidiados pelo BNDES não apresentam esta mesma característica. Há evidências de que as firmas com maior proporção de recursos subsidiados pelo BNDES são aquelas que apresentam menores taxas de rentabilidade, com uma maior proporção de ativos tangíveis, sendo consideradas menos arriscadas e com menores oportunidades de crescimento. No que diz respeito à maturidade das dívidas, Wilson Tarantin Junior (2013, p. 108) demonstra que “[...] os recursos de menores maturidades são captados via instituições financeiras e os recursos de maiores maturidades são captados tanto no mercado de capitais quanto no BNDES”. O mesmo autor, ao comparar os recursos subsidiados com os recursos advindos do mercado de capitais, verificou “[...] que as companhias têm se utilizado do mercado de capitais para os seus financiamentos de maior maturidade enquanto utilizam-se dos recursos do BNDES para investimentos de maturidade intermediária” (Id., 2013, p. 108).

4 PRINCIPAIS DESAFIOS

Ao se analisar a gestão da infraestrutura do Brasil, pode-se observar a atuação concentrada e regulamentadora de um Estado que age de maneira fracionada - que até procura integrar de forma eficiente os seus órgãos administrativos - mas “esbarra” nos verdadeiros desafios do desenvolvimento no setor: altos custos de entrada e saída dos investimentos, nos longos períodos de maturação, na operacionalização por meio de indústrias de rede, fazendo-se necessária a construção de uma grande estrutura física (funcional) para a provisão destes serviços sendo que, uma vez construída, a estrutura deve ser partilhada pelos ofertantes de serviços a ela associados (o que retira o interesse na obra) e, por fim, o pagamento do negócio e a incerteza de receitas (em virtude de risco intrínseco às grandes obras), o que resultam, muitas vezes, em vencimentos mais longos das dívidas, média alta de índices de endividamento total sobre patrimônio líquido, baixa competitividade e baixa concorrência de mercado.

Outro problema de extrema relevância é a distância entre os recursos despendidos pelo governo para uma determinada obra e o valor efetivo dos investimentos (FAY; MORRISON, 2005; STRAUB, 2008). Esta divergência é derivada sobretudo das ineficiências governamentais e burocráticas (citadas acima), que o Estado brasileiro ainda apresenta. Instituições fracas normalmente geram instabilidade contratual, o que passa a embutir um custo maior no valor da obra, do bem ou do serviço.

5 A ATUAÇÃO DO BNDES

O BNDES sempre desenvolveu um papel de extrema importância na economia brasileira. Na fase de industrialização extensiva, o Banco cumpriu um papel relevante no financiamento da infraestrutura básica na geração de energia e no desenvolvimento do setor de telecomunicações. Após esta fase, percebe-se a intenção de desenvolver, de forma intensiva, a base produtiva e capacitar os demais agentes econômicos, concentrando-se na viabilização de uma conjuntura que tornasse possível a produção de bens de capitais, através do investimento direto em algumas empresas, do estímulo às exportações e da participação dos processos de privatização. Como agência que fomenta desenvolvimento, o BNDES não pode deixar de promover o mercado de capitais como uma forma de mobilização da poupança nacional que atua em conjunto com o Banco.

O ambiente do mercado de capitais requer uma estabilidade econômica e um sólido arcabouço regulatório na medida em que a falta destes aspectos dificulta a atuação dos mais diversos agentes econômicos. É necessário considerar a atuação do BNDES levando-se em consideração a estrutura institucional do mercado em cada período.

Partindo-se do princípio de que em situações de fomento ao desenvolvimento, muitas vezes a “[...] oferta cria a sua própria demanda” (VIEIRA; GUIMARÃES, 2010, p. 137-151), o BNDES sempre ofertou produtos (oferecimento de capital; criação de fundos *private equity*; criação de fundos de *venture capital*, imposição de códigos de conduta e *benchmarks*) e as estruturas regulatórias que criaram as demandas financeiras necessárias às transformações econômicas desejadas em cada época.

Atualmente, com o grau de liberdade conquistado pelo mercado de capitais brasileiro, o BNDES toma, cada vez mais, a posição de órgão atuante voltado ao longo prazo, através de ações que impactam mais o desempenho alongo da economia do que a sua situação corrente⁶ enquanto o mercado de capitais passa a ser um instrumento eficiente para os momentos em que os empreendimentos necessitam de investimento de curto prazo e com maior flexibilidade.

Sobre este tema deve-se fazer menção à questão da estruturação dos projetos de concessão⁷. Esta questão é de extrema importância na medida em que representa um dos gargalos do investimento em infraestrutura no Brasil. O BNDES tem um papel imprescindível na realização e financiamento destas estruturações de projetos, uma vez que é perceptível a dificuldade de encontrar *players* dispostos a arcar com os custos de estruturação e, quando há disposição para isto, é improvável que, assim como aqueles produzidos exclusivamente pelo poder público, os projetos apresentados não apresentem nenhum tipo de viés (produzindo desbalanceamento de riscos ou apresentando interesses que possam vir a ser excessivamente onerosos para o setor público ou para os usuários).

Partindo-se do princípio de que estes projetos referem-se a contratos de concessão e que estes últimos são uma relação de longo prazo entre o poder público concedente e o setor privado e de que seu escopo trata de complexas estruturas contratuais, é possível afirmar⁸ que, justamente por conta desta complexidade, há um considerável custo na elaboração destes contratos para que estes observem os adequados incentivos econômicos entre as partes e façam com que não haja necessidade de barganhar posteriormente.

⁶ Deve-se ressaltar a atuação anticíclica contra a crise econômica mundial de 2008, na qual o BNDES atuou mediante ações de impacto imediato, através da expansão das suas operações de crédito.

⁷ O termo utilizado aqui refere-se a todas as espécies de concessão existentes no ordenamento jurídico brasileiro: concessão comum e parcerias público-privada (concessão patrocinada e concessão administrativa).

⁸ Esta afirmação deve se basear na teoria da análise econômica dos contratos, que aplica ferramentas da ciência econômica para resolver problemas jurídicos e leva em consideração as ideias de custos de transação, custos contratuais, problemas de agência e assimetrias de informações como principais obstáculos na gestão dos contratos

Tendo a definição de *estruturação de projetos* como “[...] todo o esforço para a elaboração dos termos (contratos) da transação de longo prazo entre os setores públicos e privados para realização de investimentos” (TORRES; AROEIRA, 2010, p. 197-211) é forçoso trazer uma perspectiva mais completa do que é necessário para a concessão de um determinado projeto, demonstrando que há um esforço não só do campo jurídico, mas também de estudos de engenharia, análise financeira e de mercado, assim como atuação de outros setores que levam em conta o contexto no qual o projeto se insere. É importante conceber o projeto em fases, que podem ser divididas da seguinte forma: fase inicial de prospecção, que caracteriza-se pela “[...] definição pelo poder concedente sobre qual empreendimento será delegado ao setor privado” (Id., 2010, p. 197-211); contratação de estudos, que caracteriza-se pela “[...] especificação dos estudos técnicos” (Ibid., p. 197-211), acompanhamento dos estudos, que caracteriza-se pela “[...] atuação do poder concedente no sentido de prover diretrizes e premissas aos estudos realizados e obter respostas a respeito da modelagem do projeto e suas condições de sustentabilidade financeira” (Ibid., p. 197-211) e, por fim, a implementação dos projetos, que tem como característica a “[...] validação da modelagem perante os investidores e os órgãos fiscalizadores, por intermédio de consultas e audiências públicas” (Ibid., p. 197-211). Para se ter uma ideia das formas e procedimentos através dos quais a estruturação de projetos se dá no Brasil, deve-se usar as informações esclarecedoras apresentadas por Rodolfo Torres e Cleverson Aroeira, que segue abaixo:

Tabela 4 – Procedimento da estruturação de projetos de infraestrutura

	Atores envolvidos	Órgãos de Decisão	Prazos(meses)
Prospecção	Poder concedente (ministérios setorial)	Conselho Nacional de Desestatização	1 a 2: formalizar projeto e definir responsável pela contratação
	Gestor do projeto(agência reguladora)	Presidência da República	
Contratação	Gestor do projeto	Poder concedente	1 a 2: especificar estudos necessários
			6 a 12: licitar e contratar (lei 8.666/93)
Acompanhamento	Poder concedente	Conselho Nacional de Desestatização	6 a 12: coordenar a realização dos estudos e estruturar a modelagem
	Gestor do projeto	Conselho Gestor de Parcerias	
	Unidade de PPP(Ministério de Planejamento)		

	Ministério da Fazenda\Consultores		
Implementação	Poder Concedente	TCU	1: Consulta prévia
	Gestor do projeto	Conselho Nacional de Desestatização	2 a 3: avaliação do TCU
	Consultores	Conselho Gestor de Parcerias	1: aprovações
			6 a 12: processo licitatório da concessão
			1 a 3: assinatura do contrato com a SPE

Fonte: TORRES, Rodolfo; AROEIRA, Cleverson. O BNDES e a estruturação de projetos de infraestrutura. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 197-211.

É perceptível que que o ciclo de estruturação dos projetos no Brasil abrange prazos longos e procedimentos complexos. Em que pese a legislação ter abreviado o prazo para a contratação de estudos⁹, dando espaço à iniciativa privada para a produção destes, o setor apresenta boa parte dos *players* voltados ao setor de empreendimentos (que são os potenciais licitantes da concessão), os quais, “[...] não visam a atividade de estruturação como um mercado em si, mas como um meio de acessar seu mercado principal” (TORRES; AROEIRA, 2010, p. 197-211), o que é uma falha de mercado, que poderia ser suprida com a presença de atores independentes¹⁰ para a realização das estruturações. A consequência desta falha é a realização da pesquisa e estruturação exclusivamente pelas empresas que tem interesse específico no setor ou na concessão, o que leva à necessidade de uma análise crítica dos projetos apresentados pela iniciativa privada por parte do poder concedente, mitigando o aspecto da celeridade característico da iniciativa da privada.

Diante disto, o BNDES tem um papel de extrema importância no setor de estruturação de projetos e promoção de novos contratos de concessão, na medida que tanto o setor público (que está diretamente vinculado à lei de licitações e apresenta restrições financeiras) quanto o setor privado (com seus potenciais conflito de interesse) apresentam dificuldades na contratação e produção dessas estruturações de projeto.

⁹ Pode-se afirmar que houve uma abreviação no prazo de realização dos estudos uma vez que o art. 21 da Lei 8987/95, ao criar a obrigação do vencedor da licitação de uma determinada concessão ressarcir o realizador dos estudos nos seus gastos, diminuiu a burocracia para a contratação e realização destes estudos, pois facilitou a realização destes estudos pelos próprios concorrentes no âmbito da licitação.

¹⁰ Atualmente a necessidade deste setor é suprido através da atuação do BNDES.

Enquanto executor de políticas públicas, o banco não enfrentaria um potencial conflito de interesses do setor privado e continuaria observando a viabilidade econômica do projeto. Ao atuar no auxílio às diferentes esferas de governo, na contratação e no acompanhamento dos estudos, o BNDES vem apresentando iniciativas à estruturação de projetos¹¹ e exercendo um papel importante no fomento de novas concessões e PPPs no setor de infraestrutura.

Diante do disposto a respeito do BNDES é desejável que o banco continue criando condições para que o mercado de capitais passe a responder por uma parte cada vez maior dos investimentos em infraestrutura (seja através do mercado de títulos de dívida privados, seja através de emissão de ações das sociedades de propósitos específicos ou através da criação de fundos de investimentos) enquanto que o próprio BNDES tenha a possibilidade de se concentrar nas fases de estruturação financeira, extensão das fronteiras de investimento de longo prazo, nas etapas iniciais dos empreendimentos (que apresentam maior risco financeiro) assim como na atuação visando a “reciclagem” dos recursos.

6 ARCABOUÇO LEGAL

É neste contexto que surge a Lei 12.431/2011¹² - que institui a debênture incentivada de infraestrutura, com o objetivo de impulsionar o financiamento de longo prazo para obras estratégicas e autoriza a Receita Federal a não realizar cobrança de impostos de renda sobre pessoas físicas brasileiras ou pessoas jurídicas estrangeiras – e de outras medidas legais que foram adotadas, como a Lei nº 12.715/2012, que versa sobre o tratamento tributário das debêntures incentivadas para financiamento de infraestrutura¹³, o Decreto nº 7.603/2011, que regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação¹⁴, a Resolução CMN nº 3.947/2011, que trata da fórmula de cômputo do prazo médio ponderado e procedimento simplificado previstos no § 2º do art. 1º da

¹¹ Podem ser citadas como ações: a Constituição da Estruturadora Brasileira de Projetos S.A. (EBP); a criação do PSP Development Program (fundo multilateral para estruturação de projetos públicos); a criação do Fundo de Estruturação de Projetos (FEP) em 2008, que visam identificar, prospectar e fomentar novos empreendimentos, produzindo as informações necessárias que são anteriores à estruturação do projeto.

¹² BRASIL. **Lei nº 12.431**, de 24 de junho de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

¹³ BRASIL. **Lei nº 12.715**, de 17 de setembro de 2012. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112715.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

¹⁴ BRASIL. **Decreto nº 7.603**, de 9 de novembro de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/decreto/d7603.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

Medida Provisória nº 517¹⁵ e o REIDI¹⁶ (proposta de cadastro utilizada para incluir as os empreendimentos na situação de isenção de pagamento de uma série de impostos federais).

Ao se analisar o impacto regulatório (recolhendo-se à análise custo-benefício da política de incentivo à infraestrutura)¹⁷ das medidas supracitadas deve-se, antes de tudo, encontrar um ponto comum no que diz respeito à forma de desenvolvimento que o Estado brasileiro anseia e, somente a partir disto, decidir se a política regulatória e de incentivos é cabível ou não. O que se propõe aqui é olhar o modelo de desenvolvimento aplicado no Brasil e decidir se, para aquilo que a nova regulamentação se propôs (no caso o aumento dos investimentos em infraestrutura) a isenção dos impostos se mostra uma opção cabível e executável. No mesmo sentido deve ocorrer a análise de custo-benefício sobre a aplicação da regulamentação, que, por sua vez, para não cair na falta de funcionalidade, deve demonstrar coerência e eficiência no seu trâmite burocrático. O resultado parcial desta relação é positivo, uma vez que há uma crescente demanda pela utilização dos instrumentos de captação de recursos incentivados pelo Estado.

Ao se analisar os impactos da Lei 12.431/2011 no mercado nacional de debêntures, percebe-se que, apesar de apresentar alto volume de projetos aprovados pelos seus respectivos órgãos regulatórios, para captação por essa via, menos de 20% dos projetos foram a mercado até o presente momento, o que poderia tanto ser explicado pela crescente alta na taxa SELIC (que aumenta o custo de captação) quanto pelo momento adverso pelo qual o mercado vem passando nos últimos anos. Através das tabelas abaixo fica perceptível a influência da taxa básica de juros no sucesso da política pública de incentivo ao mercado de capitais, uma vez que taxa de juros aplicada pelo BNDES para apoiar investimentos em infraestrutura e logística fica em torno de 7% (OECD, 1997) enquanto a taxa de remuneração dos títulos de debêntures (aquilo que as empresas devem pagar para obter os recursos que necessitam), varia entre 2,71% e 9,11% acrescida do repasse pelo IPCA:

¹⁵ BRASIL. **Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.947**, de 27 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/normativ/RESOLUCAO3947.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

¹⁶ BRASIL. **Lei nº 11.488**, de 15 de junho de 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111488.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

¹⁷ OECD. Regulatory impact analysis: best practices in OECD countries – OECD, Paris 1997.

Tabela 5 - Emissões de debêntures incentivadas no âmbito da Lei 12.431/11 (art. 2º)

Portaria autorizativa						
Ministério	Titular	Data de emissão	Distribuição	Total	Remuneração	Taxa de emissão
Ministério de Minas e Energia	Linhas de Transmissão de Montes Claros S.A.	15/08/2012	ICVM 476	25,0	IPCA	8,75
Ministério dos Transportes	ALL - América Latina Logística Malha Norte S.A.	25/09/2012	ICVM 476	160,0	Prefixado	10,10
Ministério dos Transportes	Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A.	15/10/2012	ICVM 400	1.100,0	IPCA	2,71
Ministério de Minas e Energia	Santo Antonio Energia S.A.	27/12/2012	ICVM 476	420,0	IPCA	6,20
Ministério dos Transportes	Concessionária Auto Raposo Tavares S.A. - CART	15/12/2012	ICVM 400	750,0	IPCA	5,80
Ministério de Minas e Energia	Interligação Elétrica do Madeira S.A.	18/03/2013	ICVM 476	350,0	IPCA	5,50
Ministério dos Transportes	Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A.	15/04/2013	ICVM 400	881,0	IPCA	3,80
					IPCA	4,28
Ministério dos Transportes	Concessionária Rodovias do Tietê S.A.	15/06/2013	ICVM 400	1.065,0	IPCA	8,00
Ministério de Minas e Energia	Jauru Transmissora de Energia S.A.	15/06/2013	ICVM 476	39,0	IPCA	8,00
Ministério de Minas e Energia	Termelétrica Pernambuco III S.A.	15/11/2013	ICVM 400	300,0	IPCA	9,11
					IPCA	9,11
					IPCA	9,11
					IPCA	9,11
Ministério de Minas e Energia	Norte Brasil Transmissora de Energia S.A.	15/09/2013	ICVM 476	200,0	IPCA	7,15
Ministério de Minas e Energia	Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS.	15/09/2013	ICVM 400	540,0	IPCA	5,10

		15/09/2013	ICVM 400		IPCA	5,57
Ministério dos Transportes	Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A.	15/10/2013	ICVM 400	450,0	IPCA	4,88
Ministério dos Transportes	Concessionária Rota das Bandeiras S.A.	15/10/2013	ICVM 476	300,0	IPCA	6,70
Ministério dos Transportes	Vale S.A.	15/01/2014	ICVM 400	1.000,0	IPCA	6,46
			ICVM 400		IPCA	6,57
			ICVM 400		IPCA	6,71
			ICVM 400		IPCA	6,78
Sec. de Aviação Civil	Aeroportos Brasil Viracopos S.A.	15/01/2014	ICVM 476	300,0	IPCA	8,79
					IPCA	8,79
					IPCA	8,79
					IPCA	8,79
Secretaria de Aviação Civil	Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A.	15/02/2014	ICVM 476	300,0	IPCA	7,86
					IPCA	7,86
					IPCA	7,86
					IPCA	7,86
TOTAL				8.180,0		

Fonte: Portal da ANBIMA. Disponível em: <portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/.../Tabela_12431_site.xls>. Acesso em: 05 abr. 2014.

Em que pese a CVM ter facilitado a operação das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos assim como a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, através da Instrução Normativa nº 476/2009¹⁸ o impacto do incentivo proporcionado pela Lei 12.431/2011 ainda se encontra abaixo das expectativas.

Um dos pontos principais pelo qual se propõe um maior incentivo à infraestrutura, a oferta eficiente dos serviços públicos, pode ser encarada como um dos aspectos mais

¹⁸ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476**, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2014.

importantes a serem levados em consideração quando se estuda a gestão e o estímulo ao setor. A partir da eficiência são condicionadas a produtividade e a competitividade do sistema econômico, podendo-se afirmar que estes investimentos aumentam a competitividade sistêmica da economia, passando a desenvolver as suas vantagens competitivas, dinamizando setores e alcançando maior grau de especialização produtiva, o que amplia a possibilidade de formação bruta de capital fixo do país.

Ao analisar a visão teórica da geografia econômica faz-se necessário observar que a “[...] geografia é uma chave determinante para o desenvolvimento” (RODRIK, 2004, p. 6) através da qual há possibilidade de que estes fatores influenciem nas dificuldades de transporte e difusão de tecnologia. Ainda na visão do autor, deve-se mitigar os efeitos negativos trazidos pela geografia através de um arranjo institucional coeso e capaz de proporcionar a segurança jurídica necessária ao retorno dos investimentos pela iniciativa privada. Deve-se concordar com a afirmação de que a qualidade das instituições é um dos critérios mais significantes para o crescimento econômico, na medida em que estas são o campo funcional do direito, através do qual são feitas escolhas institucionais (no caso do setor de infraestrutura as escolhas referiam-se ao poder regulatório e de incentivo fiscal) que influenciam diretamente o padrão desenvolvimentista do Estado. Ao gerar investimentos no setor de infraestrutura este último tende a transformar diretamente o setor industrial na medida em que ambos apresentam impactos interrelacionados com seus os insumos, os custos e a disponibilidade.

Partindo-se do conceito de formação imperfeita dos mercados (que originam altos custos de transação e de proteção da propriedade) trazido por Mushtaq Kahn, deve-se prestar atenção à necessidade não só de incentivar a formação de mercado como também de criar uma reforma de governança, aplicando o conceito de *market-enhancing governance*, através do qual se dá “[...] extrema importância à estrutura de governança subjacente ao processo de formulação de políticas e assume-se que há uma dependência sobre a capacidade administrativa das instituições do Estado” (KHAN, 2008, p. 13-43), o que requer, segundo o autor “[...] um alto grau de intervenção” (KHAN, 2008, p. 13-43). O olhar substantivo (*forward looking*) que este tipo de racionalidade do direito permite, combina comandos gerais (que no caso em tela seria a política pública de expansão da infraestrutura) com regras particulares (aquelas normas regulatórias que foram emitidas tendo em vista a correta execução da política pública) e deve ser aplicado, tanto no modelo regulador quanto na execução de políticas públicas, sempre com a observância da sua funcionalidade para não perder a sua eficácia diante daquilo que se propõe.

No que diz respeito ao impacto da infraestrutura sobre a concentração regional da produção, duas teorias se destacam. A teoria neoclássica afirma que a localização das empresas

tende a permanecer em regiões com alta disponibilidade de força de trabalho e menores salários, enquanto uma segunda visão ressalta que a decisão de localização do investimento leva em consideração os menores custos, refletindo uma maior influência do conceito de eficiência produtiva. Esta última visão cria regiões com infraestruturas bem desenvolvidas que tendem a concentrar a atividade produtiva, de modo que a desconcentração regional da produção passa demandar políticas públicas específicas na promoção de obras e serviços de infraestrutura.

7 CONCLUSÃO

Diante de tudo o que foi exposto é perceptível que políticas públicas que visam estimular determinado mercado devem ser aplicadas em consonância com políticas econômicas condizentes à elas, fazendo com que sejam criados ambientes propícios para sua utilização. Do contrário, caso a alta dependência dos créditos subsidiados pelo BNDES persista, será extremamente custoso e difícil aumentar (ou até manter) os atuais níveis de investimentos em infraestrutura.

Por fim, objetivando concluir através da releitura de tudo que foi posto até então, é imperativo estabelecer os dois padrões distintos de investimentos em infraestrutura (surgidos em resposta à demanda existente ou investimento indutor de demanda) e agir com cautela ao entendê-los como instrumentos, para que não se incorra em reducionismos. É inegável a necessidade do Estado brasileiro de criar um mercado de capitais consolidado para dar continuidade ao ciclo positivo de incremento econômico.

Somente através desta consolidação, a atuação do BNDES poderá voltar a se focar na correção de distorções do mercado e se eximir da obrigação de participar de todo e qualquer negócio de grande porte, podendo concentrar sua força nas situações nas quais não haveria um acordo sem a atuação do banco estatal. Cumpre estabelecer que o caminho do crescimento no nível de infraestrutura não cabe somente ao destino macroeconômico do país, ficando o Estado brasileiro responsável também por manter um quadro regulatório claro e coeso o suficiente para proporcionar segurança jurídica aos players.

Diante das disposições legais que foram apresentadas na pesquisa percebe-se que a intenção do legislador é coerente e, de fato, estimula o investimento. Por outro lado, é perceptível que as disposições que vieram para facilitar a captação de recursos acabaram perdendo um pouco da sua eficácia na medida em que o cenário macroeconômico mudou e o Estado brasileiro se viu obrigado a voltar a aumentar a taxa básica de juros, o que influencia diretamente no custo de captação destes projetos. Ademais disto, pode-se afirmar ainda que a

falta de uniformização, por partes dos órgãos reguladores, dos critérios para inclusão dos projetos como prioritários e, portanto, isentos de imposto de renda, pode vir a criar dificuldades à iniciativa privada na medida em que não há um regramento claro a ser seguido, uma vez que cada agente regulador decide os pedidos com base nas suas próprias especificidades.

Destarte e, caso haja espaço para apresentar algumas sugestões que poderiam proporcionar o aumento do nível de investimento em infraestrutura no Brasil, faz-se necessário defender a manutenção das Leis nº 12.431\2011 e nº 12.715\2012 na medida em que estas contribuíram para mitigar o problema das restrições fiscais, e passaram a estimular uma maior captação de investimentos. Uma ratificação do que aqui se defende é o atual posicionamento do governo brasileiro, que, por sua vez, além de prorrogar a validade das disposições sobre isenção tributária e demais estímulos fiscais, aumentou a abrangência dos setores que poderiam ser beneficiados com a medida, retirando a exclusividade do setor de infraestrutura e demonstrando que os demais setores da economia também teriam necessidade de se utilizar dos incentivos anteriormente concedidos.

Em que pese a continuidade da rigidez orçamentária, que afeta diretamente os investimentos do setor público, deve-se fazer menção ainda à necessidade de trabalhar o problema da limitação na capacidade de planejamento setorial do governo. A crescente politização dos órgãos reguladores e diretamente envolvidos na implementação dos investimentos, deve ser entendida como um dos principais fatores que “travam” o aumento do fluxo dos investimentos privados (sejam eles complementares aos investimentos públicos, sejam eles originariamente privados).

Outra sugestão importante no que diz respeito ao incremento do financiamento de infraestrutura seria a produção de marcos legais e regulatórios capazes de dar segurança jurídica e assegurar a estabilidade e a transparência das regras relativas à infraestrutura. Há uma relação direta entre o contexto regulatório e o nível de investimento nos mais diversos setores ligados à infraestrutura, na medida em que a ausência de regras claras se transforma em insegurança e aumento de risco do negócio.

Por fim, ainda enquanto sugestão, deve haver uma preocupação institucional do Estado brasileiro, que se apresente independentemente do viés político do partido que se encontre governando, em procurar manter uma estabilidade macroeconômica (principalmente através da manutenção da taxa básica de juros em níveis baixos ou abaixo do nível atual), o que levaria a um remanejamento – extremamente necessário - das distorções nos preços dos ativos e nas condições de financiamento ao investimento. Infelizmente esta sugestão não é simples de ser posta em prática e qualquer ato relativo à ela tem influência direta - na maioria das vezes

travestida de inflação – no cotidiano da população. Apesar destas dificuldades, não há forma mais razoável de diminuir o custo de capital e otimizar as estruturas de empréstimo disponíveis no mercado a não ser dando início à redução da taxa básica de juros. Este ato pode representar um custo político alto, mas beneficiaria a médio e longo prazo tanto a população brasileira – que teria acesso a crédito a menores taxas - quanto o mercado de capitais – que seria estimulado a conduzir os investimentos em infraestrutura que se fizessem necessários – e o BNDES, que poderia atuar em complementariedade aos investimentos privados ou poderia estimular ainda mais o financiamento dos projetos ligados à infraestrutura.

REFERÊNCIAS

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fábio (Orgs). **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

BNDES. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/>. Acesso em: 05 abr. 2014.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=icvm400>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

BRASIL. **Lei nº 11.488**, de 15 de junho de 2007. Cria o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento da Infra-Estrutura - REIDI; reduz para 24 (vinte e quatro) meses o prazo mínimo para utilização dos créditos da Contribuição para o PIS/Pasep e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS decorrentes da aquisição de edificações; amplia o prazo para pagamento de impostos e contribuições; altera a Medida Provisória no 2.158-35, de 24 de agosto de 2001, e as Leis nos 9.779, de 19 de janeiro de 1999, 8.212, de 24 de julho de 1991, 10.666, de 8 de maio de 2003, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 4.502, de 30 de novembro de 1964, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.892, de 13 de julho de 2004, 9.074, de 7 de julho de 1995, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 10.438, de 26 de abril de 2002, 10.848, de 15 de março de 2004, 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.925, de 23 de julho de 2004, 11.196, de 21 de novembro de 2005; revoga dispositivos das Leis nos 4.502, de 30 de novembro de 1964, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e do Decreto-Lei no 1.593, de 21 de dezembro de 1977; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111488.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476**, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.947, de 27 de janeiro de 2011. Dispõe sobre a fórmula de cômputo do prazo médio ponderado e procedimento simplificado previstos no § 2º do art. 1º da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/normativ/RESOLUCAO3947.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

BRASIL. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nos 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm>. Acesso em: 22 mar. 2014.

BRASIL. Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei no 12.431, de 24 de junho de 2011, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/decreto/d7603.htm>. Acesso em: 5 abr. 2014.

BRASIL. Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012. Altera a alíquota das contribuições previdenciárias sobre a folha de salários devidas pelas empresas que especifica; institui o Programa de Incentivo à Inovação Tecnológica e Adensamento da Cadeia Produtiva de Veículos Automotores, o Regime Especial de Tributação do Programa Nacional de Banda Larga para Implantação de Redes de Telecomunicações, o Regime Especial de Incentivo a Computadores para Uso Educacional, o Programa Nacional de Apoio à Atenção Oncológica e o Programa Nacional de Apoio à Atenção da Saúde da Pessoa com Deficiência; restabelece o Programa Um Computador por Aluno; altera o Programa de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Indústria de Semicondutores, instituído pela Lei no 11.484, de 31 de maio de 2007; altera as Leis nos 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.774, de 17 de setembro de 2008, 12.546, de 14 de dezembro de 2011, 11.484, de 31 de maio de 2007, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 10.406, de 10 de janeiro de 2002, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 12.431, de 24 de junho de 2011, 12.414, de 9 de junho de 2011, 8.666, de 21 de junho de 1993, 10.925, de 23 de julho de 2004, os Decretos-Leis nos 1.455, de 7 de abril de 1976, 1.593, de 21 de dezembro de 1977, e a Medida Provisória no 2.199-14, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112715.htm>. Acesso em: 5 abr. 2014.

- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, n. 30, out./dez. 2010.
- BUCCI, Maria Paula Dallari. As políticas públicas e o direito administrativo. **Revista Trimestral de Direito Público**, n. 13, 1996.
- BRICEÑO-GARMENDIA, Cecília; ESTACHE, Antonio; SHAFIK, Nemat. Infrastructure services in developing countries: access, quality, costs and policy reform. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 3468, dec. 2004.
- DUARTE, Paulo Henrique Evangelista; GRACIOLLI, Edílson José. A teoria da dependência: interpretações sobre o (sub) desenvolvimento na América Latina. **Sessão de Comunicações CEMARX Unicamp**, Campinas, 2011.
- FRISCHTAK, Cláudio Roberto. O investimento em infra-estrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas. **Revista Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 38, n. 2, ago. 2008.
- FRISCHTAK, Cláudio Roberto; DAVIES, Katharina. O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento. In: FRISCHTAK, Cláudio Roberto; PINHEIRO, Armando Castelar (Orgs.). **Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes**, São Paulo, 2014.
- GALA, Paulo. A teoria institucional de Douglass North. **Revista de Economia Política**, n. 23, abr./jun. 2003.
- KHAN, Mushtaq. Governance and development: the perspective of growth-enhancing governance. In: **Diversity and complementarity in development aid: East Asian lessons for African growth**. Tokyo: GRIPS Development Forum/National Graduate Institute for Policy Studies, 2008, p. 13-43.
- MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. v. 39. São Paulo: Malheiros, 2013.
- MONTIBELLER-FILHO, Gilberto. **O mito do desenvolvimento sustentável**. Florianópolis: Editora da UFSC, 2001.
- MORICOCCHI, Luiz; GONÇALVES, José Sidnei. Teoria do desenvolvimento econômico de schumpeter: uma revisão crítica. **Revista Informações Econômicas**, v. 24, n. 8, ago. 1994.
- OECD. Regulatory impact analysis: best practices in OECD countries – OECD, Paris 1997. Disponível em: <<http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/35258828.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2014.
- PÊGO, Bolivar; CAMPOS NETO, Carlos Alvares da Silva. **Infraestrutura econômica no Brasil: diagnósticos e perspectivas para 2025**. Livro 6, v. 1. IPEA, 2010. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livros/Livro_InfraestruturaSocial_voll.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2014.
- RODRIK, Dani. Industrial policy for the twenty first century. **KSG paper**, 2004, p. 6-14.

SCHAPIRO, Mario; TRUBEK, David. Redescobrimo o direito e desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. (Org.). **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os Brics**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 27-70.

STRAUB, Stéphane. Infrastructure and growth in developing countries: recent advances and research challenges. **Policy Research Working Paper**, n. 4460, jan. 2008.

SIFFERT FILHO, Nelson. A expansão da infraestrutura no Brasil e o project finance. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 211 – 227.

TARANTIN JUNIOR, Wilson. **Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais as companhias abertas brasileiras se baseiam**. 108 f. 2013. Dissertação (Mestrado) – FEA-USP-RP, Ribeirão Preto, 2013.

TORRES, Rodolfo; AROEIRA, Cleverson. O BNDES e a estruturação de projetos de infraestrutura. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 197-211.

TRUBEK, David. Toward a social theory of law: an essay on the study of law and development. **82 Yale Law Journal**, n. 1-50, p. 1-34, 1972.

VIEIRA, Sérgio Eduardo Wegelin; GUIMARÃES, Sérgio Foldes. O BNDES e o mercado de capitais: uma abordagem sustentável. In: **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010, p. 137 – 151.