

Anatomia das Parcerias Público Privadas: A sua criação, financiamento e renegociações

Joaquim Miranda Sarmiento

(ISEG/Universidade de Lisboa) ¹

(Professor Auxiliar de Finanças no ISEG/Universidade de Lisboa)

(*Ph.D* in Finance, Tilburg University)

Luc Renneboog ²

(Full Professor of Finance; Tilburg University)

Sumário

A crescente importância das Parcerias Público Privadas (PPPs), não apenas em Portugal, mas também ao nível Europeu, não tem sido acompanhada de uma análise, quer académica, quer ao nível dos diversos intervenientes, completa e exaustiva sobre esta temática. Neste artigo procuramos fazer uma análise às PPPs de uma forma inovadora, olhando para o seu ciclo de vida, desde a concepção e projeto até às renegociações. Descrevemos o quadro institucional de uma PPP, discutimos a sua estrutura financeira e o processo de partilha de risco e analisamos a estrutura e a organização de uma PPP. Abordamos as seguintes questões: (1) Quais são as principais características

¹ Este artigo é uma expansão significativa de um artigo publicado pelos dois autores no *journal* académico “International Journal of Project Management in Business”.

² Luc Renneboog is a professor of Corporate Finance at Tilburg University and director of Graduate Studies at the CentER for Economic Research. He has graduated with a BSc/MSc in Business Engineering and a BA in Philosophy from the University of Leuven, an MBA from the University of Chicago, and a PhD in Financial Economics from the London Business School.

organizacionais das PPPs? (2) Como o setor privado estrutura e financia PPPs? e (3) Quais os motivos para as renegociações e como os contratos PPP são renegociados?

Este artigo baseia-se numa extensa pesquisa teórica e empírica, sendo apresentado uma visão geral da literatura sobre PPPs e suas renegociações. É realizada uma revisão de literatura abrangente e são apresentados dois estudos de caso para analisar as razões por trás do sucesso e falhas das PPPs e a renegociação de contratos. As PPPs enquanto contratos incompletos (*incomplete contract*³) e de longa duração das concessões geram maior incerteza. A tomada de decisão *ex post* nas PPPs na sequência da mudança de riscos é difícil, pois implica necessariamente negociações entre o setor público e a empresa privada. Este artigo mostra que surgem diferenças importantes nos resultados da renegociação. Num dos casos analisados, o setor privado pediu ajuda financeira e o resultado da negociação foi um acordo equilibrado. No outro caso, as renegociações foram iniciadas pelo governo principalmente por razões políticas, resultando numa mudança significativa na estrutura, no risco, financiamento e retornos da PPP, além de gerarem encargos substanciais para o setor público.

Ao analisar casos de PPPs com resultados díspares, o leitor pode examinar as oportunidades bem como as dificuldades no caso de renegociações PPP, que ocorrem frequentemente. Pode obter uma visão das determinantes dos resultados da negociação e da importância de uma entidade governamental PPP, bem como de uma entidade reguladora independente e de um tribunal de contas.

Palavras-chave: parcerias público-privadas; PPP; Concessões; Renegociações

³ Incomplete contract is defined as one that imposes one or more ad hoc restrictions on the set of feasible contracts in a given model (Tirole 1999, “Incomplete Contracts: Where Do We Stand?” *Econometrica* 67: 741–81).

Sobre “*incomplete contracts*” ver: Grossman, S. and Hart, O. (1986), The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 691-719; Hart, O., Shleifer, A., and Vishny, R. (1997), The proper scope of government: theory and an application to prisons, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, 1126-1161; Hart, O. (2003). —Incomplete contracts and public ownership: Remarks and an application to public-private partnerships, *Economic Journal*, Vol. 113, 69-76; mas sobretudo Williamson, Oliver E., 1989, Chapter 3 transaction cost economics, in Schmalensee Richard, and Willig Robert, eds.: *Handbook of industrial organization* (Elsevier) e Williamson, Oliver E., 1996. *The mechanisms of governance* (Oxford U. Press, NY

1. Introdução

Nas parcerias público-privadas (PPPs), o setor privado desempenha um papel no desenvolvimento e manutenção de infraestruturas e serviços públicos, que tradicionalmente era da responsabilidade do setor público. As PPPs são um fenómeno recente com aproximadamente 20 anos. Como o projeto, construção, operação, financiamento, direito de propriedade e transferência de risco de PPPs são específicos de cada país, é difícil estabelecer uma definição clara de PPPs (Duffield, 2010). Várias definições são dadas, por Bovaird (2004), Canadian Council for PPPs (2001), Corner (2006), Hardcastle (2003); Hodge & Greve (2007), Kirk & Wall (2001), Klijn (2000), Linder (1999), OCDE (2008), Savas (2000), Treasury (1998). Em alguns países europeus, como o Reino Unido, Portugal, Grécia, Hungria, Chipre, Espanha, Irlanda, mas também nos EUA, Canadá, Austrália, Nova Zelândia e África do Sul, a participação do setor privado em infraestruturas e serviços públicos através do uso de PPP tornou-se cada vez mais popular (Hodge & Greve, 2009).

Pese embora exista um conjunto bastante vasto de formas de participação do setor privado nas infraestruturas e conseqüentemente um conjunto também variado de modelos de Parcerias Público Privadas, a OCDE⁴ define as Parcerias Público Privadas (PPP) como “... um acordo entre o Sector Público e uma ou mais entidades privadas, no qual estas últimas prestam um serviço que corresponde aos requisitos definidos pelo Governo e que ao mesmo tempo gera lucro para os accionistas, dependendo estes dois requisitos dos riscos alocados a cada parte”⁵ ⁶.

Refira-se contudo que cada vez mais a literatura económica defende o uso das PPP não por motivos de contabilidade pública (se está “off-balance sheet”, ou seja, não consolida no perímetro das contas nacionais, não agravando o défice orçamental e a dívida pública⁷),

⁴ OECD (2008), Public Private Partnerships: in pursuit of risk sharing and value for money.

⁵ ...an agreement between the government and one or more private partners (which may include the operators and the financiers) according to which the private partners deliver the service in such a manner that the service delivery objectives of the government are aligned with the profit objectives of the private partners and where the effectiveness of the alignment depends on a sufficient transfer of risk to the private partners. (OECD, 2008, p. 17)

⁶ Para uma análise da evolução histórica do conceito, ver Azevedo, M.E. (2008), As parcerias público-privadas: instrumento de uma nova governação pública, tese de doutoramento em Direito (Ciências Jurídico-Económicas), Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa

⁷ Apesar da preocupação central na realização de uma PPP seja o Value for Money (VfM), ou seja, a melhor alocação possível dos recursos públicos, a forma como as PPP são contabilizadas em contabilidade pública é igualmente um aspeto muito relevante no processo de tomada de decisão dos decisores públicos. Tornou-se assim necessário a clarificação da forma de contabilização, no

mas sim por motivos de eficiência económica, nomeadamente de criação de “*Value for Money*” (VfM)⁸ para o sector público. Numa PPP o Sector público limita-se a definir as necessidades e contrata o provimento das mesmas, maximizando o VfM, não se envolvendo diretamente nas fases de construção e operação dos ativos.

Uma das principais preocupações sobre PPPs é serem frequentemente sujeitas a renegociações, que ocorrem quando eventos específicos, geralmente chamados de “eventos de reequilíbrio financeiro” (“Financial Rescue Agreement”), alteram as condições financeiras da concessão. Um número elevado de renegociações prejudica a credibilidade das propostas iniciais, pode impor uma carga adicional ao orçamento público e, muitas vezes, reduz o desempenho do projeto e a qualidade do serviço (Bitran, Nieto-Parra, & Robledo, 2013; Guasch, Laffont & Straub, 2003; Guasch & Straub, 2006). Portanto, uma renegociação deve ser a exceção e não a regra, pois geralmente tem um efeito adverso no interesse público e revoga a eficiência inicialmente esperada (Engel, Fischer e Galetovic, 2009).

âmbito do sector público, como do sector privado envolvido neste tipo de operações. Pese embora o tratamento orçamental varie de país para país (uma vez que cada país apresenta o seu orçamento de forma diferente), o tratamento em contas nacionais tem um processo definido, quer pelas regras mais genéricas do FMI, quer pelas instruções, mais concretas do Eurostat. Para uma análise das regras do Eurostat sobre a contabilização das PPP sugere-se: section 4.2, “*Long term contracts between government units and non-government partners*” (pg.19); Maria Eduarda Azevedo – “As Parcerias Público Privadas: Instrumento de Uma Nova Governação Pública” Tese de Doutoramento em Direito, Ramo Ciências Jurídico-Económicas, 2008 e Sarmiento (As parcerias público privadas e as regras do Eurostat, revista OTOC, Agosto de 2011).

Em termos contabilísticos puros, as características orçamentais de uma PPP traduzem-se: (i) na “saída” temporária do Orçamento do Estado de despesas de capital, melhorando, ceteris paribus, o nível do saldo orçamental; (ii) e no registo do financiamento de infraestruturas de uso público fora do balanço do Estado (off-balance sheet), não aumentando, dessa forma, a dívida pública. Num contexto de limites internacionais (ao nível da União Europeia) ao défice orçamental e à dívida pública, as apontadas características abrem opções, designadamente a de permitir atenuar eventuais restrições financeiras sobre o investimento público. As PPP, de um ponto de vista estritamente orçamental, distinguem-se do investimento público tradicional por permitirem uma “diluição” no tempo da despesa de capital inicial associada à aquisição das infraestruturas públicas.

⁸ HM TREASURY, Value for Money Assessment Guidance, p. 7 define VfM como “ (...) the optimum combination of whole-of-life costs and quality (or fitness for the purpose) if the good or service to meet the user’s requirement. VfM is not the choice of goods and services based on the lowest cost bid.”. Grimsey and Lewis (2005): “the best price for a given quantity and standard of output, measured in terms of relative financial benefit”; Grimsey, D. and M.K. Lewis (2005), “Are Public Private Partnerships Value for Money? Evaluating Alternative Approaches and Comparing Academic and Practitioner Views”, Accounting Forum 29, pp. 345-348.

Ainda assim, pode-se argumentar-se que as PPPs têm características particulares que as tornam mais propensas a renegociações. Primeiro, são contratos de longo prazo, complexos e incompletos. Em segundo lugar, ocorrem em setores altamente regulados e politicamente sensíveis. Terceiro, por regra exigem investimentos elevados. Todas estas razões levam a um alto grau de incerteza e risco. Quando as renegociações de PPPs se tornam frequentes isso pode ser o resultado de um “opportunistic behaviour” (comportamento oportunista). Isso representa uma falha do contrato inicial, que é exatamente nesse ponto da renegociação que é esperado ser eliminado (Moore, Straub, & Dethier, 2014; de Brux, Beuve, & Saussier, 2011). Obviamente, dada a sua natureza de longo prazo, um contrato de PPPs não pode ser completo e as mudanças imprevistas na estrutura de receita ou de custo ao longo do tempo podem exigir uma renegociação e levar a ganhos de eficiência para ambas as partes (Engel & Galetovic, 2014). Tal exemplo é o caso de Fertagus (a ser discutido neste artigo) onde a renegociação foi usada para corrigir falhas, beneficiando ambas as partes.

A necessidade de construir/recuperar infraestruturas (o chamado “infrastructure gap”) a nível mundial tem-se mantido bastante elevada nos últimos 30 anos, gerando a necessidade de os governos (pressionados quer pelo elevado volume de investimento, quer, em muitos casos, pelos constrangimento orçamentais), recorrerem à participação do sector privado nas infraestruturas. As previsões apontam para que esta necessidade de investimento em infraestruturas, pese embora a crise financeira e económica dos últimos anos, não tenha diminuído, muito pelo contrário, venham a manter-se ou mesmo a aumentar.

Como tal, a presença do sector privado não apenas se manterá importante, como provavelmente assumirá cada vez mais um papel preponderante no financiamento das infraestruturas. Sectores como transportes, energia, ambiente e águas ou serviços sociais, como escolas e hospitais são vistos como áreas em que o sector público tem de melhorar a oferta, em termos de qualidade e quantidade, tornando-se assim em áreas de oportunidade para a participação do sector privado

Este artigo oferece uma abordagem sistemática e integrada dos principais conceitos, definições, modelos, características, estrutura e financiamento das PPPs. Analisa porque a infraestrutura básica e os serviços públicos devem ser garantidos pelos governos e como o setor privado tem contribuído para desenvolver e gerir essa infraestrutura e serviços. Uma

visão completa do processo das PPP, ciclo de vida e suas especificidades é necessária para entender o processo de renegociação. Para este fim, são desenvolvidos dois estudos de caso que fornecem exemplos de uma negociação bem conduzida, fornecendo soluções e melhores práticas para negociações subseqüentes e de uma negociação mal conduzida, ensinando o que não fazer ou implementar.

As seguintes questões serão respondidas: (i) Quais são as principais características organizacionais das PPPs? (ii) Como o setor privado estrutura e financia PPPs? E (iii) Porque e como os contratos PPP são renegociados?

Este artigo contribui para a literatura abordando as vantagens e desvantagens das PPPs no contexto das renegociações. Por exemplo, a principal vantagem de uma PPP - o facto de as PPP estarem “off- Balance Sheet” – acarreta uma desvantagem: a “tentação orçamental dos Estados” e passivos futuros.

A estrutura, financiamento e ciclo de vida de uma PPP são significativamente diferentes dos de um projeto tradicional, quer público, quer privado. Por exemplo, existem diferenças, do lado privado, entre PPPs e empresas “tradicionais” na gestão de portfólio, propriedade de ativos, duração do projeto, quantidade de dívida e risco, política de dividendos e estrutura de acionistas. Embora a maioria dos estudos de renegociação se concentre nas questões que levam, em termos macro, a renegociações bem-sucedidas, há uma pouca investigação académica sobre o processo de negociação, que pode ser induzida por dificuldades financeiras, aumento dos riscos de falência e uma agenda política em mudança.

As PPPs constituíram nos últimos 15 anos em Portugal uma forma de financiamento e conceção de projetos públicos. A utilização intensiva deste mecanismo, se por um lado permitiu realizar um conjunto vasto de infraestruturas, criou contudo um problema de comportabilidade orçamental (“affordability”). De facto, o nível de encargos gerados para o Estado trouxe dificuldades acrescidas a uma situação de insustentabilidade das Finanças Públicas.

A somar-se à situação que decorre dos elevados encargos futuros das PPP, temos o facto de aqueles valores serem somente uma projeção dos encargos já assumidos. Ou seja, os valores que os Orçamentos de Estado apresentam anualmente para os próximos 20 anos, ao nível dos encargos com PPP, são apenas o que contratualmente está assumido. Sucede,

como a experiência dos últimos anos o tem demonstrado, que esses valores são normalmente inferiores aos valores reais que são pagos. Isto porque durante o decorrer das concessões, tem-se verificado processos de renegociação e de reequilíbrio financeiro que, na maioria dos casos, tem levado a um aumento dos encargos públicos com as PPP. Desta forma, as renegociações e os reequilíbrios financeiros contribuem de forma significativa, não apenas para o aumento dos encargos (e consequentemente para a deterioração das contas públicas), mas também para um nível elevado de incerteza no planeamento orçamental do Estado no médio e longo prazo.

Refira-se que a experiência de reequilíbrios e renegociações em Portugal tem-se revelado o “calcanhar de Aquiles” deste tipo de projetos, uma vez que a assimetria de informação e posição coloca os privados em termos vantajosos. Contudo, e apesar da relevância do tema, não existe do lado Público, nem uma lista dos processos de reequilíbrio/renegociação, que permitisse sistematizar a informação. Como decorre de tal facto, também não são públicos quaisquer avaliações dos processos de reequilíbrio financeiro por parte do Estado, com excepção dos relatórios do Tribunal de contas sobre a Fertagus⁹ e sobre a Lusoponte¹⁰.

Este artigo está organizado da seguinte forma. A Secção 2 analisa os conceitos fundamentais de PPP. A secção 3 estabelece a estrutura e o financiamento das PPPs. A Secção 4 analisa a teoria da renegociação. A secção 5 apresenta os dois estudos de caso e os dados utilizados, e a Secção 6 discute a dinâmica de renegociação de Lusoponte e Fertagus. As conclusões são fornecidas na Secção 7.

2.Principais conceitos de PPPs

Tradicionalmente, o setor público é responsável por fornecer serviços específicos como defesa, segurança, justiça, educação, saúde e cultura e a construção de infraestruturas básicas, como estradas ou prisões (Savas, 2000). As razões pelas quais esses tipos de serviços ou infraestruturas não são fornecidos pelo sector privado são descritas na literatura económica como “falhas no mercado” (Stiglitz, 1989; Chong, Huet, Saussier e Steiner, 2006). O sector privado não está disposto a produzir esses tipos de bens e serviços

⁹ Relatório 31/05, 2ª Secção: Follow-up da concessão Fertagus, disponível em: http://www.tcontas.pt/pt/actos/re_l_auditoria/2005/audit-dgtr-relo31-2005-2s.pdf

¹⁰ Auditoria à aplicação do Modelo Contratual e aos Acordos de Reposição do Equilíbrio Financeiro e Auditoria ao Acordo Global celebrado entre o Estado e a Lusoponte; Relatório 47/2011 da 2ª secção do Tribunal de Contas.

por causa da sua falta de rentabilidade. No entanto, por razões sociais ou políticas, eles devem estar disponíveis para a sociedade e, portanto, é responsabilidade do setor público intervir e garantir o acesso universal a esses bens e serviços. Outro motivo para a prestação do setor público dos serviços e infraestruturas acima mencionados é que eles podem ser monopólios "naturais", exigindo alguma fonte de intervenção pública (Grimsey & Lewis, 2002a). Além disso, alguns desses serviços ou tipos de infraestrutura geram externalidades positivas (Trebilcock & Rosenstock (2015) para mais detalhes). Os exemplos clássicos são a construção de uma nova estrada que reduz o tempo de viagem e os acidentes ou a prestação de serviços de saúde que levem a uma população mais saudável que tenha um impacto positivo na redução do absentismo e aumento da produtividade e crescimento económico (Sachs, 2005).

Os projetos de infraestruturas para PPPs compreendem diversos tipos de investimentos fixos que são caracterizados por uma longa duração na construção e operação, bem como pela indivisibilidade, intensidade de capital e um processo de avaliação complexo (Grimsey & Lewis, 2002b). Este tipo de infraestruturas geralmente requer um alto investimento inicial, e só é financeiramente viável a longo prazo, o que pode afastar o sector privado desse tipo de investimentos (Delmon, 2009). Embora o sector público seja responsável por garantir serviços e infraestruturas específicos, o seu papel mudou nas últimas décadas, na medida em que o sector público continua a ser o garante, mas, em alguns casos, não é o provedor da infraestrutura ou do serviço. De facto, o sector privado desempenha um papel cada vez mais importante na prestação de serviços e infraestruturas de alguns países que tradicionalmente foram de responsabilidade do sector público (Grimsey & Lewis, 2004).

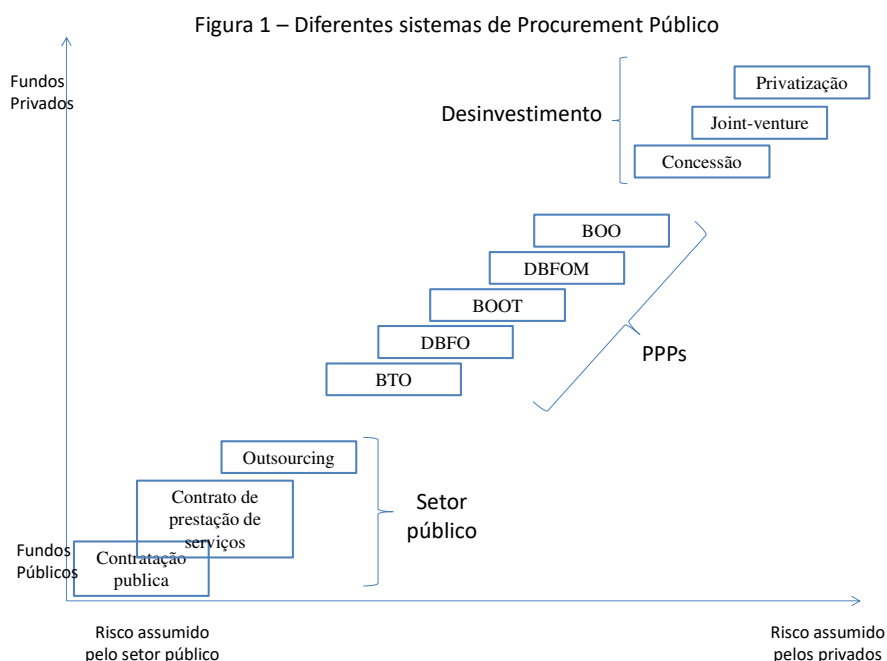
2.1. Definições e modelos de PPPs

Para analisar os limites do papel e o âmbito de uma PPP, primeiro discutimos as várias etapas do projeto: (1) concepção, (2) projecto, (3) construção, (4) financiamento, (5) operações e manutenção (O & M) e (6) valor residual ou transferência da infraestrutura do sector privado para o governo no final do contrato.

Na contratação pública tradicional o governo é responsável por todas essas etapas, embora a construção possa ser (normalmente é) contratada a uma empresa privada (através de um

concurso de empreitada de obra pública), a responsabilidade final cabe ao setor público, o que contrasta com as privatizações, onde o ativo ou serviço é completamente transferido para o parceiro privado, juntamente com todos os riscos e benefícios (Demirag & Khadaroo, 2008; Savas, 2000). A diferença entre PPPs e a contratação pública tradicional ou uma privatização é que as responsabilidades nas várias etapas de um projeto PPP são divididas entre os sectores público e privado, que têm diferentes objetivos, interesses e preferências de risco (Chung, 2012). De facto, numa PPP, o sector público compra um serviço em termos e condições específicos (Grimsey & Lewis, 2002b).

Para Portugal, o país com maior utilização de PPPs (per capita) na Europa, uma descrição do processo de aquisição e do processo de licitação PPP está disponível em Macário, Ribeiro e Costa, 2015; Roumboutsos & Macário, 2013; Miranda Sarmento & Renneboog, 2014. A Figura 1 mostra os diferentes modelos de compras governamentais. Na aquisição tradicional, o governo é responsável por todas as etapas do processo, ou seja, pelo projeto, risco, custos, tratamento orçamental, financiamento, contrato e direito de propriedade, enquanto que numa privatização, o sector privado assume todas essas responsabilidades. Numa PPP, algumas etapas do projeto são responsabilidades públicas, enquanto outras são privadas.



Desta forma, as PPPs, particularmente nas infraestruturas, estão expostas a um conjunto variado de riscos (Hoppe, Kusterer e Schmitz, 2013; Miller & Szimba, 2015), que têm um impacto considerável, não apenas no custo orçamental (público e privado), mas também no desempenho do projeto e na qualidade do serviço. Consequentemente, os riscos são partilhados entre os sectores público e privado. Por exemplo, a construção, o financiamento e o O&M geralmente enquadram-se no sector privado, enquanto que os riscos políticos, as licenças administrativas e outros riscos (como fazer mudanças ex post no contrato de serviços PPP) permanecem no setor público. A Tabela 1 resume as responsabilidades públicas e privadas para cada modelo.

Tabela 1 – Diferentes Modelos PPP

Esta tabela representa os modelos PPP mais comuns com a divisão de responsabilidades sobre os setores público/ privado por fase da PPP. Fonte: autor

Modelo PPP	Projeto	Construção	Financiamento	Ativos	Operação	Valor residual
BTO	Público	Privado	Público	Público	Privado	Privado
DBFO	Privado	Privado	Privado	Público	Privado	Público
BOOT	Público	Privado	Público	Privado	Privado	Privado
DBFOM	Privado	Privado	Privado	Público	Privado	Público
BOO	Público	Privado	Público	Privado	Privado	Público

2.2. Fases da PPP sob a responsabilidade do sector público

Nas PPP, o sector privado assume todos os custos durante a fase de investimento, permitindo ao governo evitar o impacto imediato do investimento no défice e na dívida pública. Somente os pagamentos futuros durante a fase de operação PPP afetarão os gastos públicos. Em contrapartida, na contratação pública tradicional tanto as despesas de capital como as despesas operacionais são despesas públicas, tendo impacto direto no défice e na dívida pública (Tabela 2). A Figura 2 descreve os fluxos financeiros para o setor público no caso das PPPs e no caso da contratação tradicional.

Para o setor público, ao construir uma infraestrutura por meio da contratação tradicional, há um elevado custo durante a fase de investimento e geralmente custos baixos de operação e manutenção (O&M). Contudo, grandes reparações podem, ocasionalmente, ser necessárias, levando a um aumento nos custos operacionais. Nas PPPs, não há despesas de

capital do lado do setor público durante a fase de investimento, e os pagamentos só são feitos para o consórcio privado durante a fase operacional. Esses pagamentos servem para cobrir os investimentos iniciais, O&M, o serviço da dívida e os impostos, e fornecer aos acionistas um retorno do seu investimento.

A contratação tradicional é financiada por recursos públicos, ou seja, por impostos e dívida pública, ao invés numa PPP o investimento é feito por meio de capital e dívida do setor privado que assegura o financiamento. Na contratação tradicional, o governo e a empresa de construção estabelecem um contrato de construção para a construção de uma infraestrutura. Na privatização existe um contrato de venda entre o sector público e privado. Numa PPP, um contrato de concessão é acordado entre as duas partes. Este enquadramento contratual combina construção, financiamento e operação (Hart, 2003) e tem uma longa duração (geralmente 30 ou mais anos). Embora o contrato não identifique ou preveja todas as condições possíveis ou eventos futuros, o contrato de concessão é complexo e abrange uma ampla gama de questões, como condições de projeto, construção, financiamento, O&M, pagamentos públicos e de usuários e o valor residual ou a transferência final do bem para o sector público. Além disso, a PPP conduz a um conjunto de contratos detalhados com terceiros: contrato de construção com a empresa de construção, contrato de financiamento com sindicato de bancos, contratos de terceirização de O&M, contratos de seguro para cobrir riscos e acordo de acionistas que define as relações de longo prazo com os proprietários da PPP. Embora o sector público não esteja formalmente presente nesses contratos (feito entre empresas privadas), é fundamental para o sucesso das PPPs que o governo monitore e identifique cuidadosamente problemas que possam resultar desses contratos, para evitar renegociações PPP numa fase posterior. A propriedade do ativo também difere entre contratação pública, privatização e PPP. Como uma privatização é de facto um contrato de venda, a propriedade do bem é, por regra, transferida para o sector privado, enquanto que na aquisição tradicional, os ativos permanecem na esfera do sector público. Nas PPP, o bem tangível também permanece público, mesmo durante a vigência do contrato de concessão, e a empresa privada PPP geralmente reconhece o contrato de concessão no balanço como um ativo intangível ou como um ativo financeiro durante o período de concessão (Carbonara, Costantino e Pellegrino, 2014). Posteriormente, os ativos retornam ao sector público, geralmente com um valor residual de zero.

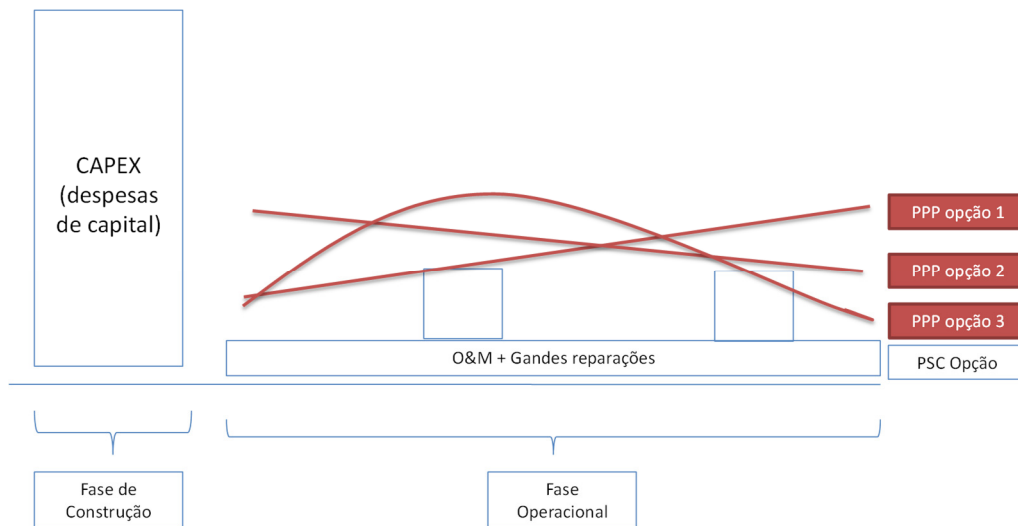
Tabela 2 – Contratação pública tradicional, PPPs e Privatizações

Esta tabela apresenta as características fundamentais da contratação tradicional, PPP e privatizações.

Fonte: autor

Características	Contratação tradicional	PPPs	Privatizações
Responsabilidade do projeto	O governo é responsável por todas as etapas do projeto.	O governo é responsável pelo planeamento e a definição dos custos e dos resultados do projeto, e geralmente também pelos pagamentos. O restante é da responsabilidade do setor privado.	O setor privado é responsável por todas as etapas do projeto
Risco	O risco é inteiramente (ou quase inteiramente) assumido pelo setor público.	O risco é partilhado entre setor público e privado. O setor privado assume vários riscos (geralmente: projeto, construção, financiamento, operações e, em alguns casos, o comando).	O risco é completamente assumido pelo setor privado
Custos	O setor privado é apenas responsável pelos custos de construção dos ativos.	O setor privado é responsável pelo custo total (capex e opex) durante a vida útil do projeto.	O setor privado é responsável por todos os custos do projeto.
Tratamento no OE	As despesas operacionais e de capital são despesas públicas, afetando o défice e a dívida pública.	Sem impacto no orçamento durante a fase de investimento (as PPPs estão fora do balanço do Estado). Somente os pagamentos, durante a fase operacional, são gastos públicos (consumos intermédios)	Não há fundos públicos. O setor privado paga um preço pela compra do negócio. (Nota: o encaixe de uma privatização não vai ao défice, mas abate à dívida pública)
Financiamento	O investimento é financiado através do orçamento público (ou seja, impostos ou dívida pública).	O investimento é financiado pelo setor privado, através de capital e dívida (geralmente através de um sindicato bancário).	O Investimento é totalmente privado.
Contrato	Existe apenas um contrato de construção entre o governo e uma empresa privada.	Existe um contrato de concessão, por um número de anos (geralmente 30 ou mais), especificando as condições de projeto, construção, financiamento, operação, pagamentos e valor residual / transferência.	Existe um contrato de venda do ativo / serviço para a empresa privada, sem limitação de tempo.
“ownership” (detenção do ativo)	O ativo é propriedade do setor público.	Os ativos são públicos ou reverterem para público no final do contrato.	Os ativos são privados.

Figura 2 – Fluxos financeiros para o Setor Pública da contratação tradicional versus PPPs
 A Figura 2 representa as saídas financeiras de uma aquisição tradicional e os três possíveis modelos de fluxo financeiro para uma PPP. PSC significa Public Sector Comparator (Comparador do Setor Público¹¹). Fonte: autor.



2.3. Aspectos das PPP que potenciam processo de renegociação

Quais as vantagens que o setor público vê nas PPPs em relação à aquisição tradicional? Porque razão os estudos académicos são cétricos sobre PPPs como um uso alternativo de fundos públicos? Como várias (des) vantagens para PPPs podem ser encontradas, por exemplo, em Dewulf, Blanken e Bult-Spiering (2011), Farquharson, Mästle e Yescombe, (2011), Li, Edwards e Hardcastle, (2005), Van Herpen (2002). Neste artigo, concentramo-nos nas principais vantagens e desvantagens e mostramos que cada "vantagem" de PPP provoca uma "desvantagem".

Como vimos atrás, uma vantagem frequentemente atribuída às PPPs é não incluir o investimento realizado nas contas públicas (Grimsey & Lewis, 2005). As PPPs não têm

¹¹ O Comparador do Sector Público ("CSP") pode assim, ser definido como o melhor projecto que poderia ser realizado e financiado directamente pela Administração, por intermédio de procurement tradicional, para efectuar, com todos os requisitos especificados, o provimento do serviço e atingir os mesmos objectivos que o processo desenvolvido em PPP (António Pombeiro, "As PPP/PFI Parcerias Público Privadas e a Sua Auditoria", Áreas Editora, 2003). Os motivos de utilização preferencial de um CSP antes da negociação, os pré-requisitos necessários para uma utilização eficiente e as taxas de desconto possíveis são descritos em Sarmento (2010), "Do public-private partnerships create value for money for the public sector? The portuguese experience", OECD Journal on Budgeting 2010, 93-119.

impacto na despesa pública e, portanto, não têm impacto no défice e na dívida pública durante a fase de investimento. Apenas os pagamentos futuros do governo às PPPs serão contabilizados no orçamento público (durante o contrato). Desta forma, as PPPs são vistas como um mecanismo alternativo para enfrentar as restrições orçamentais (Rouhani, Gao e Geddes, 2015). No entanto, esta vantagem incorpora um perigo potencial, a saber, a tentação de evitar restrições orçamentais, o que pode levar a um excesso de dívida (ainda para mais, oculta). Usamos esse termo (excesso de dívida – “debt overhang”) para nos referirmos à condição de uma organização (governo ou empresa) em que o nível da dívida é tão alto que a organização já não dispõe de mais capacidade de endividamento, mesmo que as condições da dívida sejam favoráveis a novos investimentos (Cordella, Ruiz-Arranz, & Ricci, 2005). Alguns países, como foi o caso de Portugal, estabeleceram muitos projetos num curto período de tempo, suscitando preocupações quanto à sua acessibilidade, tendo em vista o impacto futuro sobre a liquidez e até a solvência do Estado (Froud, 2003; Grimsey & Lewis, 2002a). De facto, os pagamentos futuros podem ameaçar a sustentabilidade das finanças públicas (Maskin & Tirole, 2008; Guasch, Laffont e Straub, 2007). A tentação de postecipar custos no Orçamento do Estado pode levar o setor público a assinar contratos de PPP mais propensos a serem renegociados no futuro.

No entanto, a decisão de optar por PPPs teve a vantagem de construir infraestruturas que, de outra forma, não seriam construídas devido às restrições orçamentais (Debande, 2002; Grout, 2005). Relacionado ao argumento acima sobre a relação entre PPPs e restrições orçamentais que são menos exigentes, leva a que o setor público possa ser menos cuidadoso na escolha de projetos. Heald & Georgiou (2011) mostram que, em alguns casos, os ativos são escolhidos com pouca racionalidade económica ou social.

Em segundo lugar, as PPPs visam gerar o Value for Money (VfM), sendo a ideia que a mesma quantidade e qualidade dos serviços pode ser fornecida com um custo geral mais baixo. O objetivo das PPP é alcançar a eficiência microeconómica do dinheiro público em termos de melhor uso desses recursos devido a uma melhor gestão (OCDE, 2008). No entanto, o VfM é complexo de medir e levou a um debate intenso sobre se as PPP realmente geram VfM (Broadbent, Gill, & Laughlin, 2008). Uma armadilha na avaliação VfM é que o conceito baseia-se principalmente na transferência de risco (Ball, Heafey e King, 2007). A investigação académica fornece as seguintes razões pelas quais as PPPs não oferecem VfM suficiente: (i) o sector privado assume poucos riscos e, portanto, tem poucos

incentivos para melhorar a gestão e a eficiência; (li) o risco é um conceito ambíguo e complexo, levando à incerteza de avaliação; (lii) os métodos utilizados para avaliar os riscos são considerados incompletos, já que o sector público geralmente adota ferramentas de avaliação simples, muitas vezes com base numa abordagem qualitativa; (iv) o comparador do sector público favorece as PPPs por causa de uma "propensão para o optimismo" ("optimism bias") ou o uso de taxas de desconto excessivamente baixas; E (v) PPPs geralmente mostram apenas VfM depois de considerar o risco transferido para o sector privado. Por isso, não só as incertezas quantitativas e os riscos quantificáveis conduzem a contratos de PPP "miopes", mas a opacidade é reforçada pela falta de ferramentas confiáveis para medir objetivamente o valor para o dinheiro nas PPPs. Mais uma vez, isso pode lançar as sementes para exigências de revisão e renegociação de contratos PPP ao longo do tempo.

Em terceiro lugar, o sector privado assume alguns dos riscos de um projeto de PPP, que é considerado outra vantagem em comparação com a aquisição tradicional. No entanto, Ng & Loosemore (2007) e Broadbent et al. (2008) observam que a avaliação das transferências de risco não é direta e depende de alguma subjetividade (ver também Shaoul, 2005, Ball, Heafey e King, 2007). Pollitt (2002) e Klijn (2003) argumentam que esta situação é agravada pela falta de experiência do sector público. Diferentes expectativas sobre como os fatores de risco evoluem ao longo do tempo podem induzir renegociações quando as consequências de pontos de vista divergentes sobre o risco se tornam evidentes ao longo da duração do contrato.

Em quarto lugar, outra vantagem é que o sector público pode concentrar-se mais na Estratégia e menos nas tarefas operacionais quando inicia uma PPP (Bovaird, 2004). Ainda assim, os contratos PPP são de longo prazo (geralmente mais de 20 anos) e as políticas governamentais não são necessariamente consistentes ao longo do tempo após mudanças no governo, tornando o planeamento estratégico ainda mais difícil e imprevisível (Heald, 2003).

Em quinto lugar, uma PPP representa maior simplicidade, pois conduz a apenas um contrato entre o público e uma empresa privada, enquanto a aquisição tradicional por regra implica uma grande quantidade de contratos. No entanto, apesar da complexidade do contrato PPP, é inevitável aceitar que ainda é incompleto (Blanc-Brude, Goldsmith e Valila, 2006), e que pode muitas vezes levar a futuras renegociações (Guasch et al., 2003).

Além disso, um único contrato também induz informações assimétricas porque a parte privada consiste de várias empresas de construção, financiamento e manutenção que acumulam mais informações ao longo do tempo do que o setor público. Além disso, uma vez o contrato assinado, não existe mais um ambiente competitivo para este serviço público, o que pode levar a "comportamento oportunista" ("opportunistic behaviour") por parte do setor privado (Parker & Hartley, 2003; Guasch, 2004; Chong, Huet, & Saussier, 2006). Isso pode ocorrer quando uma das partes usa estrategicamente as imperfeições do contrato para obter uma maior proporção do valor gerado pelo contrato à custa da outra parte (Chong, Huet & Saussier, 2006). Por exemplo, Ho & Liu (2004) afirmam que quando o setor privado pode facilmente obter uma renegociação, este poderá comportar-se oportunisticamente em relação às obrigações contratuais. Essas condições podem resultar em que o setor público escolha uma opção inferior (seleção adversa – "adverse selection") ou risco moral ("moral hazard") do setor privado, uma vez que o último pode aceitar preços mais baixos na fase de licitação com o objetivo de renegociar em uma fase posterior, no momento em que a competição inicial foi eliminada, o que leva a custos extras para os usuários e / ou contribuintes. Fornecemos uma visão geral das desvantagens das PPP na perspectiva do setor público na Tabela 3.

Tabela 3 – Vantagens e desvantagens das PPPs na perspetiva do setor público

PPPs vantagens	Razões para vantagens	PPPs desvantagens	Razões para desvantagens
A dívida fica fora do balanço, não contando para o défice e a dívida pública	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumentar a margem orçamental (“fiscal space”) nos anos de investimento 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Problemas de “Affordability”; ▪ Perigo de um excesso de dívida ▪ Os pagamentos futuros podem ameaçar a sustentabilidade das finanças públicas; ▪ Os passivos podem não ser conhecidos até os pagamentos chegarem; ▪ As garantias governamentais representam responsabilidades futuras; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduz a margem orçamental para os anos seguintes; ▪ Baixa Transparência no orçamento;
Permite a construção de infraestruturas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Externalidades positivas (sociais e económicas) resultantes de novas infraestruturas; ▪ Impacto no PIB e nos custos unitários; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tentação para aumentar os ativos sem racionalidade económica ou social; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fundos públicos desperdiçados em maus projetos; ▪ Teste do custo de oportunidade;
Obter VfM	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Melhor uso dos recursos públicos 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ O VfM é complexo e difícil de medir; ▪ O VfM baseia-se principalmente na transferência de risco; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Não é claro que as PPPs sejam mais eficientes do que os modelos alternativos
Os riscos são transferidos para o setor privado	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os riscos atribuídos às partes são mais fáceis de gerir; ▪ Eficiência superior do setor privado. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ O risco é um processo complexo; ▪ Bias em favor da PPP; ▪ Falta de experiência do setor público; 	
O setor público foca-se na estratégia, em vez nas tarefas operacionais	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Permite que os gestores públicos abordem questões-chave e não se dispersem com problemas não significativos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Falta de políticas e objetivos públicos claros; ▪ O planeamento das PPP é complexo; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contratos de longo prazo e complexos
É feito um único contrato com uma entidade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumenta a transparência; ▪ Mais fácil de gerir e controlar; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta percentagem de renegociações; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contratos incompletos levam a pouca flexibilidade e promovem renegociações; ▪ Informação assimétrica reduzindo competição e eficiência.

3. Estrutura e financiamento das PPP

3.1. Estrutura das PPP

Para cada projeto de PPP, é criada uma sociedade veículo (SPV – Special Purpose Vehicle), que é uma entidade legal que só opera e detém um projeto/concessão específico durante o período do contrato. Esta empresa é a contraparte do governo no contrato PPP (ver Figura 3). Esta empresa será responsável por todas as etapas do projeto que se enquadram no sector privado (por exemplo: projeto, construção, financiamento, operações e manutenção). A razão pela qual uma SPV é criada é porque se trata de um investimento em “Project Finance” (ver subsecção 3.2).

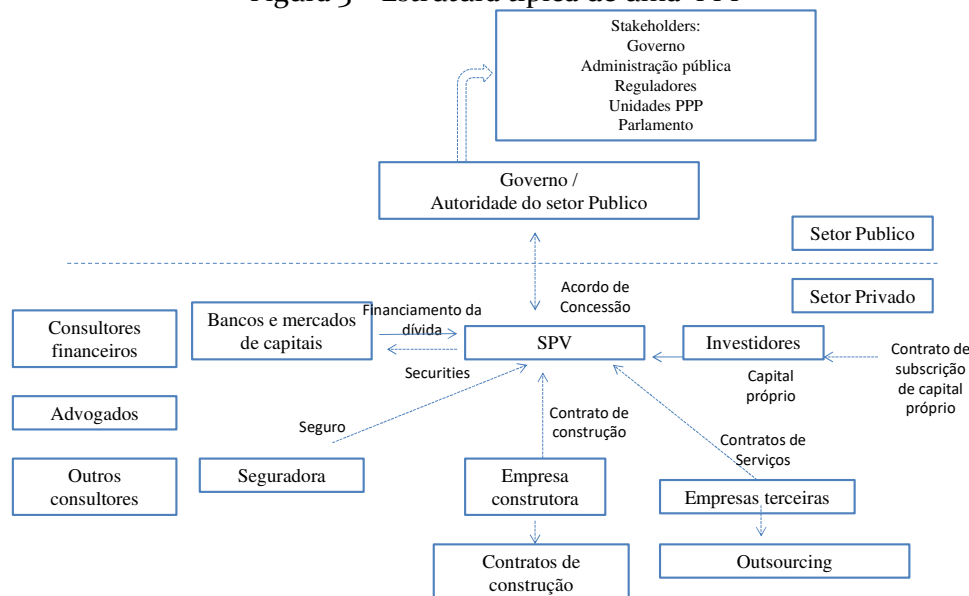
Existem diversas vantagens em optar por um “Project Finance” (Yescombe, 2013): (i) os credores podem avaliar as variações dos fluxos de caixa e estes não podem ser desviados para outras empresas e, portanto, permite monitorar o serviço da dívida do projeto, (ii) os acionistas são protegidos por responsabilidade limitada em caso de dificuldades financeiras crescentes, (iii) garante que o projeto não seja afetado por problemas com negócios não relacionados.

O financiamento da SPV é proveniente de acionistas, bancos e mercados obrigacionistas. Assesores financeiros, advogados e outros tipos de consultores estão, por norma, envolvidos na montagem de uma SPV, especialmente na fase de planeamento e na licitação pública (Nevitt & Fabozzi, 2000). Na fase de construção, os subcontratados são responsáveis pela construção da infraestrutura, o que permite que a SPV transmita os riscos de construção a terceiros. Na fase operacional, estabelecem-se contratos com empresas de prestação de serviços e seguros, permitindo novamente que a SPVs transmita riscos operacionais e de manutenção.

Embora o sector público seja frequentemente considerado uma única entidade, ele consiste de facto em várias partes, muitas vezes trabalhando de forma mais ou menos independente, dentro de departamentos como por exemplo o ministério das finanças, o ministério setorial, o Tribunal de Contas que controla o uso de dinheiro público e uma unidade dedicada ao PPP (por exemplo, a nível ministerial) que monitora a concessão.

Como as PPPs geralmente são criadas em mercados regulamentados e de baixa concorrência (como transportes, saúde ou educação), as agências reguladoras desse sector específico geralmente desempenham um papel importante, o que é especialmente verdadeiro durante a fase operacional, quando a tarefa do sector público é monitorar o sector privado. Este requisito de monitoramento não resulta só do contrato, pois os mercados regulamentados exigem supervisão, independentemente das responsabilidades contratuais dos sectores público e privado. Como as PPPs envolvem dinheiro público, outras entidades importantes do sector público estarão envolvidas, como o Tribunal de Contas (TdC), que examina as decisões e acções de um governo, fornece recomendações para o melhor uso do dinheiro público, e potencialmente até sanciona decisões governamentais precárias. Embora seja parte do sector público, o TdC é independente do poder executivo. Outra entidade pública importante presente na maioria dos países é uma unidade dedicada ao PPP, uma organização criada com ajuda total ou parcial do governo para garantir que a capacidade necessária para criar, apoiar e avaliar múltiplos acordos PPP existe (OCDE, 2010). Portanto, a unidade PPP supervisiona o ciclo de vida completo do PPP e é essencial para o sucesso final das PPPs.

Figura 3 – Estrutura típica de uma PPP



3.2. Financiamento das PPPs

Como vimos, as PPPs geralmente são financiadas pelo sector privado usando um esquema designado por "Project Finance". Isso refere-se a "uma estrutura de financiamento de recursos limitados em que a dívida, a equidade e o crédito são alocados para a construção e operação de uma infraestrutura específica num sector de capital intensivo" (Fight, 2005). Normalmente, as PPPs (especialmente no que diz respeito a infraestruturas, como estradas) requerem altos investimentos de capital e baixos custos de O&M. As receitas servem principalmente para cobrir a depreciação do investimento e o serviço da dívida e para gerar aos acionistas um retorno. O elevado nível de investimento de capital (durante a fase de construção, normalmente os primeiros 4-5 anos do contrato) é principalmente financiada através da dívida. Esty (2004) relata que o "project finance" tem níveis de dívida de 70% a 90%, com o capital próprio a cobrir os 10%-30% restantes. Para o Reino Unido, os níveis de dívida representam 80% -90% (Spackman, 2002) e para o sector rodoviário português, a dívida reportada representa percentagens de investimento similares (Sarmiento, 2010).

A dívida geralmente é chamada de "dívida sem recursos" ("non resource debt"), uma vez que os credores dependem apenas dos fluxos de caixa futuros do serviço da dívida (reembolso do capital mais juros), não tendo qualquer garantia dos acionistas privados.

A dívida de PPP consiste numa dívida sénior e de uma dívida mezzanine (também chamada de júnior ou subordinada). Durante a fase de construção de 4 ou 5 anos, são feitos pagamentos periódicos ("milestone payments") à empresa de construção (Yescombe, 2013). Isso implica que o financiamento não é necessário logo no momento de arranque do projeto, mas ao longo de vários anos. O financiamento de projetos segue um planeamento de pagamentos (Figura 4). A SPV usa primeiro a dívida mezzanine, seguido do capital próprio ("equity") e, por fim, a dívida sénior. Na fase operacional, o reembolso da dívida e do "equity" segue um caminho inverso (Figura 5). A SPV primeiro paga a dívida sénior (que tem uma prioridade sobre os fluxos de caixa), seguida pela dívida mezzanine. À medida que a maturidade da dívida é menor do que a duração do projeto, o património líquido é devolvido no final do contrato quando os ativos são transferidos para o setor público (Gatti, 2012).

Figura 4 – Financiamento da PPP durante a fase de construção

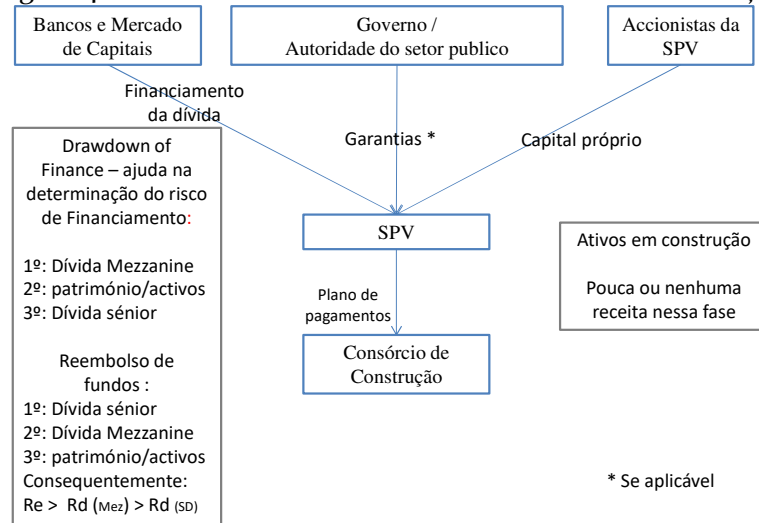
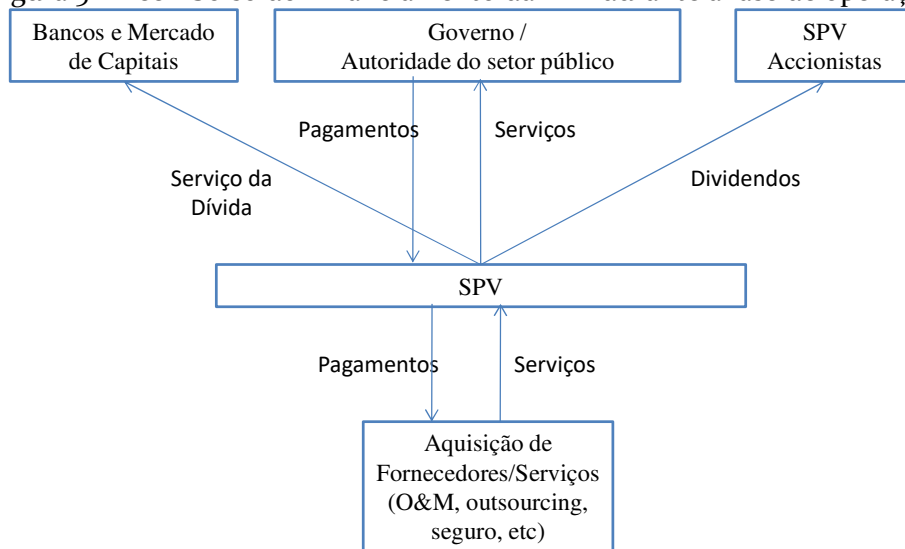


Figura 5 – Reembolso do Financiamento da PPP durante a fase de operação



O “project finance” é diferente do tradicional financiamento típico das empresas (“Corporate Finance”) na medida em que a SPV opera apenas um projeto específico e a dívida representa pelo menos 70% do investimento, mas é frequente ser mais, o que é três vezes maior que o normal em Finanças corporativas (Esty, 2004). A dívida só é garantida

pelo dinheiro do futuro projeto, e o SPV não possui o ativo, mas apenas um contrato de concessão por um período longo mas limitado (Tabela 4).

No entanto, antes da crise financeira de 2008, as taxas de juro do financiamento às PPPs estavam pouco acima da taxa juro sem risco, o que refletiu o baixo nível deste tipo de risco de projeto. A desvantagem do financiamento de projetos e das PPPs em particular é que os custos de transação são maiores do que os do financiamento corporativo tradicional porque os contratos de concessão são mais complexos e incompletos. No entanto, o alto nível de investimento a longo prazo no financiamento de projetos permite um financiamento mais eficiente. Ao transferir riscos para outras partes (quem pode gerir melhor), o financiamento de projetos promove partilha de riscos e gestão de riscos mais eficientes e transparentes. Em última análise, uma elevada alavancagem com um prémio de baixo risco permite um custo de capital médio ponderado reduzido.

Tabela 4 – Corporate Finance versus Project Finance

Questão	Corporate Finance	(Project Finance
Portfólio da empresa	Geralmente portfólio diversificado e grande, de unidades de negócios e, em alguns casos, em vários países	A SPV só possui e opera um projeto
Propriedade de ativos	O acionista em última instância possui os ativos	Normalmente os ativos pertencem aos governos (especialmente em PPPs); A SPV possui contrato de concessão
Duração	Não há limite de tempo	O período do contrato de concessão é frequentemente longo, mas limitado (20 a 30 anos)
Garantias de dívida	A dívida é garantida pelos ativos	"Dívida sem recursos". A única garantia é o fluxo de caixa, futuro, do projeto.
Prioridade da dívida	A dívida bancária geralmente é garantida	Dívida sénior e júnior. Cash-Flows primeiro reembolsam dívida sénior, depois a dívida júnior e, finalmente capital próprio.
Balanço patrimonial	A dívida aparece no balanço da empresa	A dívida está no balanço da SPV
Alavancagem	Nível médio (30%-40%) (Esty, 2004)	Nível alto: (70%-90%), (Esty, 2004); (Blanc-Brude & Strange, 2007); (80%-90%), (Spackman, 2002); (80%-98%), (Sarmiento, 2010); perto de 100%, (Ye & Tiong, 2003)
Otimização da dívida	O nível da dívida está relacionado ao total de ativos e património	Ajustar a dívida aos fluxos de caixa, otimizando o nível de alavancagem
Taxas de juros sobre dívidas	O nível das taxas de juros é específico da empresa	As taxas de juros geralmente são baixas (spreads de 1% -2%), um pouco acima da taxa de juro sem risco.
Risco de negócio	Variação significativa, específica da empresa	Baixo nível de risco para sponsors e credores
Política de dividendos	Decidido pelo conselho de administração	Política de dividendos é fixa. Dividendos quase 100% do lucro líquido. Sem reinvestimento fora do projeto

Custos de transação	Baixos, devido à forte concorrência	Alto devido a contratos incompletos e complexos
Estrutura dos acionistas	Varia, pode ser disperso	Número limitado de acionistas

4. Renegociações

Muitos contratos de PPP são renegociados num determinado momento. As renegociações (também conhecidas como reequilíbrio financeiro ou acordos de reequilíbrio financeiro (FRAs)) são desencadeadas geralmente por um evento específico e afetam as condições financeiras da concessão (Yescombe, 2011). As renegociações geralmente resultam de eventos imprevistos ou não controlados, embora previstas no contrato. Deve-se notar que o simples ajuste de tarifas para a inflação não é considerado uma renegociação. Somente quando alterações substanciais do contrato original ocorrem e o contrato é alterado, se considera essa alteração como uma renegociação (Guasch, Laffont & Straub, 2007).

A renegociação ou reequilíbrio financeiro ocorre quando eventos alteram as condições financeiras, e sobretudo, a remuneração dos acionistas privados¹². Para a participação do sector privado numa PPP/concessão poder ter sucesso e alcançar os objetivos de ambas as partes, é necessário que os contratos e os regulamentos estejam bem desenhados e sejam corretamente implementados.

Desta forma, podemos dividir as renegociações/reequilíbrios financeiros nos seguintes tipos: i) Reequilíbrio financeiro por falha no caso-base, e consequente falência do operador privado, em que o Estado assume a infraestrutura ou o reequilíbrio financeiro da concessão, de forma a evitar o colapso da mesma; ii) Reequilíbrio financeiro assente no contrato de concessão, por falha em uma ou mais variáveis do caso-base, que afetam a rentabilidade mínima do acionista; iii) Reequilíbrio financeiro por alteração unilateral do contrato por parte do Estado, afetando com essa alteração a rentabilidade esperada; iv) Renegociação por parte do Estado, por mudança dos objetivos e prioridades da política do governo; v) Renegociação “oportunistamente” do privado, aproveitando quer a assimetria de

¹² A literatura económica tem-se debruçado sobre as renegociações e reequilíbrios financeiros, considerando aspectos como “principal-agent problem”, “moral hazard”, “agency costs”, “information asymmetry” e “opportunistic problem”, que contudo não serão objecto de estudo nesta análise.

informação, quer o facto de já não se estar perante um concurso competitivo, mas sim uma negociação a dois. Trata-se muitas vezes de um problema de “*regulatory capture*”¹³ 14.

Há várias razões para ocorrerem renegociações frequentemente em PPPs; A natureza complexa e a longo prazo dos contratos e o contexto político tornam impossível prever todos os eventos (Engel, Fischer e Galetovic, 2009). Há três eventos principais que desencadeiam renegociações (Estache, Guasch e Trujillo, 2003): (i) falência da SPV, obrigando o sector público a resgatar o projeto; (ii) falha devido a premissas contratuais incorretas que afetam a rentabilidade do parceiro privado; Ou (iii) uma proposta unilateral para alterar os termos da concessão pelo governo.

Já Ho (2006), entende que o concedente deve, desde o início prever essa possibilidade de renegociações, considerando que poderão existir comportamentos oportunistas da parte do concessionário (potenciados por assimetrias de informação, experiência e conhecimentos), sobretudo em situações onde é sabido que o serviço não pode deixar de ser prestado. O autor também defende que o sector público deve procurar preparar bem os processos de negociação, estabelecer medidas preventivas (na situação de o caso-base não se verificar), procurar ter acesso a informação credível e diversificada (por forma a evitar/minimizar a assimetria de informação) e manter os custos de cumprimento (“enforcement”) baixos.

Geralmente, um aumento tarifário ou uma compensação financeira do governo para restaurar a rentabilidade do PPP é o resultado das renegociações. As renegociações iniciadas pelos governos geralmente estão relacionadas a decisões políticas que afetam o contrato de concessão ou as condições financeiras (Guasch, Laffont & Straub, 2007; Guasch & Straub, 2006). Essas decisões políticas podem afetar as várias etapas da concessão. Na fase de projeto e construção, os governos podem fazer mudanças no projeto (reduzir ou aumentar os investimentos e obras adicionais), alterar os requisitos ambientais ou criar

¹³ Sobre este ponto específico, trata-se de uma situação abundantemente descrita na literatura económica como “problem of regulatory capture” (ver Fourie, F & Burger, P (2000), “An Economic Analysis and Assessment of Public-Private Partnerships (PPPs)”, <http://www.iwim.uni-bremen.de/africa/Suedafrika05/Burger%20lecture%20paper.pdf>, Irwin, T.C., “Government Guarantees, Allocating and Valuing Risk in Privately Financed Infrastructure Projects”, World Bank, 2007 e Maskin, E & Tirole, J (2007) * “Public-Private Partnerships and Government Spending Limits “, <http://neeo.univ-tlse1.fr/213/1/ppp.pdf> .

¹⁴ “...regulatory capture is said to occur when a government regulator bends to the interests of those it regulates. But a “private partner may also capture the procurement process by side-contracting (colluding) with the government” (Maskin & Tirole 2007); “...“problem of regulatory capture also stems from the information asymmetry, and this risk is higher if the regulator (or Concedent) is constrained in terms of management and analytical capacity.” (Fourier and Burger, 2000).

novos atrasos administrativos. Outras mudanças podem ocorrer no estágio operacional, tais como alterações legais específicas ou mudanças no contrato, em questões como tarifas, requisitos de serviço ou pagamentos.

A maioria dos estudos de renegociação de PPP relaciona-se com os setores de transportes, água e saneamento no contexto da América Latina (Guasch et al., 2003, 2007; Guasch, Laffont & Straub, 2008; Guasch & Straub, 2006, 2009; Guasch, 2004). Esses estudos documentam que a existência de um regulador, melhor qualidade do quadro institucional, crescimento do PIB e um baixo nível de corrupção reduzem a probabilidade de uma renegociação. Em contrapartida, os limites de preços das tarifas, a necessidade de investimentos e a ocorrência de eleições aumentam as probabilidades de que o contrato de concessão seja alterado.

Mais recentemente, estudos sobre a Ásia fornecem mais evidências sobre o impacto económico nas renegociações (Reside & Mendoza, 2010). Os autores concluíram que choques macroeconómicos globais, desvalorizações cambiais e volatilidade do mercado levaram a desinvestimentos e renegociações na Ásia e América Latina. No caso da Ásia, um total de 70% dos projetos foram renegociados, o que na maioria das vezes, conduziu à nacionalização parcial ou subvenções.

A experiência portuguesa em renegociações foi analisada em (Cruz & Marques, 2013a, 2013b e em Sarmiento & Renneboog, 2017 e em Reis & Sarmiento, 2017). Aqui, as renegociações foram muitas vezes desencadeadas por mudanças unilaterais induzidas pelo governo, mudanças no projeto por razões ambientais, atrasos na expropriações e tráfego abaixo do nível previsto. Como consequência, o governo aumentou as compensações diretas para as empresas privadas e fez mudanças contratuais com uma alocação de riscos completamente nova.

Em suma, as renegociações de PPP podem ser uma oportunidade para ajustar e abordar novas condições e termos de um projeto e assim aumentar o valor dos projetos, tanto no lado público quanto no privado (de Brux et al., 2011; de Brux, 2010).

Para ilustrar como as renegociações funcionam na prática, analisámos dois estudos de caso. Dado que a pesquisa académica de finanças em PPP ainda está muito no início, os dois estudos de caso expõem as características específicas e idiosincrasias das PPP em relação ao complexo processo de renegociação de contratos. Estudos de caso são

frequentemente utilizados em gestão como ferramenta de pesquisa (Yin, 2013). Apesar de algumas críticas sobre a generalização dos resultados dos estudos de caso, eles são uma ferramenta valiosa neste campo particular de pesquisa por uma série de razões. Primeiro, são apropriados em novas áreas de pesquisa onde o conhecimento é muito recente ou ainda limitado (Eisenhardt, 1989). Selecionar exemplos específicos pode ser uma ferramenta útil para entender os conceitos e decisões sobre o assunto ou problema. Estudos de caso podem atingir vários objetivos de pesquisa: fornecer uma descrição de fenómenos, desenvolver ou testar uma teoria, e explorar áreas onde o conhecimento existente é limitado. Por isso, esses estudos são úteis quando a pesquisa e a teoria estão nas primeiras fases formativas (Benbasat, Goldstein & Mead, 1987). De acordo com Yin (2013), estudos de caso podem ser usados para explorar, descrever ou explicar e devem concentrar-se em "como" e "porquê".

Os motivos para a escolha dos dois estudos de caso são estes: primeiro, o uso de vários estudos de caso contrastantes revelando o espectro dos casos e, portanto, uma abordagem mais robusta; Em segundo lugar, permite comparar diferentes resultados de renegociação seguindo as diferentes condições e decisões, e comparar os resultados. No entanto, é importante estar ciente dos limites dos estudos de caso. Apesar de tratarem de uma variedade de evidências, eles não fornecem uma base sólida para a generalização científica. De acordo com Yin (2013), a vantagem é que os estudos de caso fornecem uma riqueza de detalhes, dão credibilidade a situações e fornecem resultados reais. A teoria resultante é muitas vezes nova, testável e empiricamente válida (Eisenhardt, 1989).

Os dois estudos de caso utilizados neste artigo são as concessões de Fertagus e Lusoponte. Estas PPPs representam dois processos de renegociação muito diferentes e os resultados mostram as características específicas e as idiosincrasias das PPPs, o processo complexo de renegociação e seus resultados. O caso Fertagus foi, na opinião do Tribunal de Contas, um processo de renegociação bem conduzido. No extremo oposto do espectro de renegociação, a renegociação de Lusoponte levou a grandes compensações financeiras para o sector privado. Os dados do estudo do caso de Fertagus foram recolhidos de relatórios do Tribunal de Contas e informações fornecidas pela empresa. Os dados do estudo de caso da Lusoponte foram recolhidos dos relatórios do Tribunal de Auditoria e dos Relatórios e Contas da empresa.

Na próxima subsecção, estudamos o porquê e como Fertagus e Lusoponte renegociaram, bem como os resultados das negociações. Começamos por apresentar a organização e a estrutura financeira dessas duas PPPs.

4.1 PPPs em Portugal e o caso Fertagus e Lusoponte

Experiência Portuguesa

Em Portugal, o regime legal das PPP surgiu com o Decreto-Lei n.º 86/2003, de 26 de Abril, revisto pelo Decreto-Lei nº 141/2006, de 27 de Julho, tendo sido revisto mais recentemente pelo D.L 111/2012. Até então, a celebração das PPP obedecia a regimes específicos aprovados para cada contrato, ainda que, pelo menos no que dizia respeito aos procedimentos de contratação, a legislação vigente fosse também aplicável¹⁵. Na legislação nacional, desde 2003, entende-se *“por parceria público-privada o contrato ou a união de contratos, por via dos quais entidades privadas, designadas por parceiros privados, se obrigam, de forma duradoura, perante um parceiro público, a assegurar o desenvolvimento de uma atividade tendente à satisfação de uma necessidade coletiva, e em que o financiamento e a responsabilidade pelo investimento e pela exploração incumbem, no todo ou em parte, ao parceiro privado”*.

O caso Português tem sido particularmente relevante, quer pelo número de projetos (acima de 100 atualmente, se considerarmos quer as PPP, quer as concessões no sector das águas e ambiente), quer pelo volume de investimento privado, quer pelos encargos assumidos pelo Estado. Considerando apenas as PPP, temos um conjunto de 35 projetos.

Desta forma, constata-se que a partir dos anos 90, as PPP foram vistas como uma forma de Portugal ultrapassar o seu “gap de infraestruturas”, sem contudo colocar em causa a rota de convergência orçamental com vista à adesão à moeda única em 1999. Refira-se, contudo, que tal política foi consonante com a prática Europeia, uma vez que a maioria dos países Europeus entendeu as PPP como a melhor forma de construir/recuperar as suas infraestruturas, sem colocar em causa a sustentabilidade das finanças públicas nos anos de investimento.

¹⁵ Quer no que diz respeito ao Código do Procedimento Administrativo, como ao Decreto-Lei 197/99, de 8 de Junho, relativo à realização de despesas públicas e contratação pública relativa à locação e aquisição de bens móveis e serviços.

Citando Cruz e Marques (2011), o Governo Português terá ido demasiado longe no lançamento de PPP, tendo lançado demasiado projetos e demasiado rápido, sem consolidar o “know-how” ao nível do sector público. Desta forma, os autores sustentam que a curva de experiência não foi maximizada, não tendo sido aproveitadas na sua plenitude as várias experiências que ocorreram. Também o aspeto legislativo é referido como não providenciando a melhor regulamentação para os contratos, salientando-se igualmente a falta de uma unidade centralizada de PPP ao nível governativo.

A utilização intensiva de PPP gerou inevitavelmente um elevado volume de encargos para o Orçamento do Estado, com particular incidência no período compreendido entre 2011 e 2030. De facto, em termos de encargos brutos, o valor para esse período oscila entre os 0,5 e os 1,2 p.p. do PIB. Como tal, tendo Portugal utilizado as PPP como forma de “procurement”, numa escala elevada para a dimensão do país e da economia, agravado pelo facto de não existir um “programa central de PPP”¹⁶, coloca-se a questão se tal não contribuiu de forma significativa para a crise da dívida soberana que se manifestou a partir de 2011. A OCDE, no seu “*Processo de Avaliação Orçamental*”¹⁷ de 2008, já alertava para a necessidade de “*a informação sobre PPP contemplar uma análise de risco para todas as PPP ao longo da sua vida útil*”, assim como para a necessidade de “*expandir a análise e avaliação das PPP às empresas públicas e à administração regional e local*”, uma vez que “*As PPP têm o potencial de criar despesas futuras e, nessa medida, os contratos devem ser cuidadosamente analisados e avaliados de forma a assegurar que respeitam princípios de eficiência e que o sector público não assume riscos desmesurados*”. Era também defendido que “*antes de uma decisão sobre o lançamento de uma PPP, o “Custo Público Comparável” deverá ser debatido na Assembleia da República. Embora o processo de preparação de uma PPP na Administração Central pareça adequado, é necessário melhorar o reporte sobre os compromissos futuros neste domínio*”.

Desta forma, o FMI¹⁸ apresenta a experiência Portuguesa como exemplo para a necessidade de existir um enquadramento legal e político que assegure a existência de coordenação, apoio técnico e a aplicação de uma análise custo-benefício na decisão de implementar uma

¹⁶ Por “programa central de PPP” entende-se a centralização, do lado do sector público, das políticas, meios, decisões e processos ao nível das PPP, numa única entidade (adaptado de “Managing PPPs for Budget Sustainability The case of PPPs in Portugal, from problems to solutions”; Mariana Abrantes de Sousa, PPP Lusofonia, Portugal; September 2011)

¹⁷ OECD Portugal Budget Review (2008)

¹⁸ IMF, Rosenberg, C B, Avoiding the Portuguese Trap, IMF Senior Regional Representative for Central Europe and the Baltics, published in The Baltic Times, February 20, 2008

PPP¹⁹. Apesar de considerar o investimento privado em infraestruturas necessário e relevante, alertava que é preciso que os riscos orçamentais e financeiros do lado público sejam acautelados e divulgados, e que se proceda ao registo contabilístico de qualquer contingência futura (*contingent liability*). Assim, o FMI defendia que o Ministério das Finanças deveria ter um papel mais ativo e influenciador no desenho de uma PPP, logo na fase de conceção²⁰.

Fertagus

Em 1997, o governo de então decidiu lançar uma concessão ferroviária para a Ponte 25 de Abril com o objetivo de melhorar a conexão entre o norte e o sul de Lisboa. O contrato de concessão com o sector privado incluiu o investimento no material de transporte (material circulante) e no serviço ferroviário (operações e manutenção). A infraestrutura ferroviária já estava disponível (quando a ponte foi construída na década de 1960, estava preparada para ter comboios a circular no piso inferior). A decisão era deixar a infraestrutura sob a responsabilidade do sector público e alocar apenas as operações a uma empresa privada. Em 1999, foi assinado um contrato com a Fertagus (uma das três licitadoras), uma empresa pertencente ao grupo Barraqueiro, um grupo de transporte do sector privado que já opera na área metropolitana de Lisboa, mas principalmente em serviços de autocarros.

No âmbito do contrato de concessão, a empresa assegura a exploração da ligação ferroviária, a segurança, manutenção dos comboios e de algumas das estações da margem sul (do Pragal a Penalva), sendo também responsável pela venda de títulos de transporte de Eixo Ferroviário Norte/Sul, assim como pelo recrutamento, formação e gestão de toda a equipa que opera nos comboios e nas estações. A Fertagus serve atualmente 14 estações numa extensão de linha com cerca de 54 km. Dez na Margem Sul: Setúbal, Palmela, Venda do Alcaide, Pinhal Novo, Penalva, Coina, Fogueteiro, Foros de Amora, Corroios e Pragal, e quatro na Margem Norte: Campolide, Sete Rios, Entrecampos e Roma-Areeiro. O tempo total de percurso entre Setúbal e Roma-Areeiro é de 57 minutos. As estações do sul geridas pela Fertagus, estão dotadas de um elevado número de espaços comerciais, parques de

¹⁹ Government PPP Unit suffered from lack of experience with PPP projects and inexperienced staff, and as a result, Portugal's early PPPs were subject to constant delays and cost overruns"

²⁰ IMF Working Paper Fiscal Affairs Department, The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships, Prepared by Philippe Burger, Justin Tyson, Izabela Karpowicz, and Maria Delgado Coelho by Robert Gillingham, July 2009

estacionamento e ainda ligações a outros modos de transporte. Hoje a Fertagus é responsável por cerca de 85 mil deslocações diárias e, ao fim de 10 anos de operação, continua a crescer, sendo que cerca de 25% dos clientes, que hoje viajam no comboio, utilizavam no passado o automóvel na travessia.

As condições contratuais (Tabela 5) estipulavam um investimento de €114M, realizado através de um empréstimo bancário de €89M e capital próprio de €25 M (representando 22% do investimento total). A concessão teve uma duração de 30 anos e a viabilidade financeira dependia das receitas do tráfego (ou seja, das portagens). O contrato incluiu as condições de tráfego (densidade) que o sector privado foi autorizado a renegociar numa fase posterior.

Tabela 5 - Síntese contratual da concessão Fertagus

CONCEDENTE	Estado
TIPO DE CONCURSO	Exploração
OBJETO DO CONCURSO	Operação
REGIME DO CONCURSO	Prestação de Serviço Público
PRINCIPAIS DATAS	Data de Publicação das Bases: 02-06-1999 Data de Assinatura do contrato: 21-06-1999 Data de início da exploração: 22-06-1999 Prazo da concessão: 30 anos (revisto para 11 anos em 2004) Prazo para fim da concessão (revisto): 31-12-2010 Alargamento do prazo de concessão para final de 2019, decidido no final de 2010.
LEGISLAÇÃO	Portaria nº565-A/97 de 28-07 - Lançamento do concurso Despacho Conjunto nº731/98 de 01-10 - Adjudicação DL 189-B/99 de 02-06 - Bases da concessão DL 78/2005 de 13-04 - Alterações ao contrato
ÁREA DE INFLUÊNCIA	Lisboa, Almada e Setúbal
DIMENSÃO	54 km
INVESTIMENTO INICIAL	Cerca de 110 Milhões de euros

Fonte: Fertagus

Em 1999, a estrutura acionista da Fertagus era composta por 3 sponsors, sendo que o Grupo Barraqueiro (GB) controlava 60% do capital. Contudo, no decorrer da concessão, o número passou a apenas um acionista, tendo o Grupo Barraqueiro passado a controlar 100% do capital da empresa

Lusoponte

Com o objectivo de dotar a região de Lisboa com uma nova travessia do rio Tejo entre Lisboa e a margem sul, face aos constrangimentos de tráfego que a Ponte 25 de Abril apresentava, o Governo decidiu em 1992, abrir um concurso para a construção de uma 2ª travessia do Tejo. Esta travessia, designada por Ponte Vasco da Gama, situava-se entre a zona oriental da cidade e a zona do Montijo/Alcochete. O GATTEL (Gabinete para a Travessia do Tejo em Lisboa), entidade responsável pela condução do processo, pré-selecionou dois concorrentes.

Esta nova ponte, chamada "Vasco da Gama", ligou a parte oriental de Lisboa até à zona sul em Alcochete. Dois consórcios participaram da licitação tendo ganho o consórcio 'Lusoponte'. Um modelo de projeto, construção, finanças, operação e transferência foi criado em 1993 para construir a nova ponte (para abrir em 1998). Havia a condição que a Lusoponte se tornaria responsável pelo O&M da Ponte 25 de Abril a partir de 1 de janeiro de 1996. A Lusoponte criou uma estrutura típica de PPP envolvendo oito acionistas (que durante o período de concessão esteve para ser reduzido para cinco).

A concessão inicial (Tabela 6) foi financiada por fundos privados e fundos da União Europeia, juntamente com as receitas da Ponte 25 de Abril, mas sem fundos públicos (do OE, entenda-se). O investimento total, 987 M €, consistiu em custos de construção (645 M €) e outros custos, incluindo custos de manutenção, pagamentos para expropriação de terrenos e custos ambientais. Uma quantidade significativa de dívida privada foi financiada pelo Banco Europeu de Investimento (BEI). Em 1993, antes da introdução do euro, Portugal por regra apenas conseguia empréstimos de médio prazo (geralmente por apenas 3 a 5 anos). Um empréstimo de 20 anos só foi possível mediante empréstimos do BEI. Assim, a maior parte da dívida foi concedida pelo BEI e não pelos bancos comerciais. Em última análise, o financiamento veio de fundos da UE (319 M €: 32%); Receitas da "Ponte 25 abril" (50 milhões de euros: 5%); Empréstimos do BEI (299 milhões de euros: 30%); Empréstimos bancários (€ 120 M: 12%) e capital próprio (€ 199 M: 20%).

O período de concessão terminaria assim que 2,25 mil milhões de veículos tivessem atravessado ambos os lados do rio (o que deveria ocorrer entre 2019 e 2022) ou em março de 2028, o que viesse a ocorrer primeiro. Para permitir que o projeto fosse financeiramente sustentável sem investimento público direto, três condições foram acordadas no momento

do contrato: (i) Os preços das portagens na ponte existente (Ponte “25 de abril”) aumentariam no início de 1994 para alcançar os preços das portagens da ponte Vasco da Gama até 1998; (ii) Após 1994, a isenção existente sobre os pagamentos de portagens em agosto para a ponte “25 de Abril” terminaria; (iii) Até o final do contrato, qualquer decisão do governo de construir novas pontes no rio concederia automaticamente as novas concessões à Lusoponte.

Assim, a ausência de concorrência futura foi um incentivo importante para atrair fundos privados para este projeto. O facto é que os dois primeiros pressupostos foram - num momento posterior - não acionados (como veremos mais á frente) desencadeou um conjunto de renegociações.

Para as PPP acima, as SPVs foram criadas com longos períodos de concessão (20 anos para Fertagus e 30 anos para Lusoponte). A Fertagus teve um alto nível de alavancagem (78%), enquanto Lusoponte não (42% é excepcionalmente baixo no projeto de finanças). A razão para o baixo nível da dívida da Lusoponte deveu-se aos subsídios da União Europeia que representaram 32% do investimento. A dívida em ambas as empresas era “non resource debt” e incluiu dívidas sénior e mezzanine.

Tabela 6 – Síntese contratual da Lusoponte

CONCEDENTE	Estado
TIPO DE CONCURSO	Exploração
OBJECTO DO CONCURSO	Concepção, Financiamento, Construção e Exploração (DFBO)
REGIME DO CONCURSO	Portagem Real
PRINCIPAIS DATAS	Data de Publicação das Bases: 15-06-1994 Data de Assinatura do Contrato: 15-06-1994 Data de Início de Exploração: 15-12-1994 Data de Fim da Concessão: 24-03-2030 (Prazo da Concessão: 30 anos)
LEGISLAÇÃO	Dec.Lei 220/92 10-15 - Lançamento do concurso Portaria 980-A/92 10-15 - Lançamento do concurso Portaria 366-A/1993 03-31 - Lançamento do concurso RCM 25-B/2000 05-13 - Bases de novo acordo Dec.Lei 168/94 06-15 - Bases da concessão
ÁREA DE INFLUÊNCIA	Itinerário Lisboa-Alcochete
DIMENSÃO	17,3 km
INVESTIMENTO	898 Milhões €

4.2 A dinâmica do processo das renegociações de Fertagus e Lusoponte

Fertagus

O contrato Fertagus compreendeu um sistema de tráfego com três faixas (uma superior, uma referência e uma faixa mais baixa) para partilhar o risco de tráfego entre o governo e a empresa privada. O contrato de concessão definiu condições em termos do tráfego real em que se esperava usar a linha ferroviária durante o período de operação (ver Tabela 7). Se as estimativas de tráfego fossem subestimadas e o tráfego real excedesse a faixa superior, a Fertagus enfrentaria uma redução nas tarifas e seria responsável por melhorar o serviço. Se as projeções de tráfego fossem muito otimistas, com o tráfego real abaixo da faixa mais baixa, a Fertagus poderia exigir um resgate financeiro. A garantia do setor público para o setor privado foi a capacidade de abordar a possibilidade de projeções de tráfego governamentais excessivamente otimistas, o que desencadearia uma renegociação. A Fertagus poderia então pedir um aumento no período de concessão, tarifas e/ou compensação financeira.

Tabela 7 - As bandas de tráfego na Concessão da Fertagus

Tráfego Anual	Condições para a Fertagus
Acima da faixa superior	Melhoria no serviço e revisão das tarifas.
Faixa superior	Custos crescentes para Fertagus
Faixa de referência	De acordo com as condições de concessão
Faixa inferior	Redução de custos para Fertagus
Abaixo da faixa mais baixa	Resgate financeiro

Em caso extremo de o limiar mínimo de tráfego (PK4) nunca ser atingido, haveria como compensação imediata o não pagamento, por parte da Concessionária, de qualquer montante a título de utilização da infraestrutura e ainda o direito da Concessionária a solicitar o resgate extraordinário. Neste caso, a Fertagus seria imediatamente ressarcida dos fundos acionistas investidos, ficando assim, o risco comercial da exploração maioritariamente do lado do Concedente.

A procura estimada que se previa atingiria situava-se entre as bandas PK2 e PK3, a chamada banda de referência, a qual permitiria o equilíbrio da concessão e onde seria a Fertagus a assumir, de forma integral, as variações na procura.

Acima do PK₂ tínhamos a chamada banda superior de tráfego e abaixo do PK₃ a banda inferior. O pagamento da taxa de utilização da infraestrutura, por parte da concessionária à Refer, encontrava-se dependente do nível de procura atingido, permitindo o equilíbrio da concessão. Se o volume de tráfego se situasse na banda inferior, isto é abaixo do nível de procura PK₃, tal fato originaria uma redução no montante a pagar pela utilização da infraestrutura, calculada da seguinte forma: $(PK_{real} - PK_3) * BTM$. Ao invés, se o volume de tráfego se situasse na banda superior, isto é acima do nível de procura PK₂, então haveria lugar a um acréscimo em relação ao pagamento daquela taxa, calculado da seguinte forma: $40\% * (PK_{real} - PK_2) * BTM$.

O contrato de concessão inicial previa um período experimental de 3 anos após o início efetivo da exploração, findo o qual e conforme a procura se situasse em relação às bandas de tráfego definidas poder-se-ia enveredar pelas seguintes opções: i) se a procura real verificada se situasse abaixo do PK₄, então a concessionária poderia solicitar o resgate excepcional da concessão; ii) Se a procura real verificada, em algum momento, durante os 3 anos, ultrapassasse o PK₄, mas durante todo o último ano não atingisse esse mesmo limite, então a concessionária tinha o direito de solicitar a renegociação do contrato; iii) Se a procura real, verificada em 2002, excedesse o PK₄, mas, em termos acumulados, durante o período experimental, ficasse aquém do valor acumulado desse mesmo limite então haveria lugar a uma das seguintes formas de compensação por parte do Estado à Concessionária: Prorrogação do prazo de concessão; Aumento extraordinário das tarifas de transporte; Compensação direta do Estado ou, então, uma combinação das formas de compensação anteriores.

Figura 6 - Previsão de tráfego e tráfego real

Esta figura mostra o tráfego previsto para o limite inferior nos pagamentos das faixas de tráfego de Fertagus e o tráfego real, entre 1999 e 2003. Fonte: autor, com base nos dados do Tribunal de Contas.



Durante o período 1999-2003, o tráfego real foi substancialmente menor que a previsão da banda inferior em 40% -60% em cada ano (Figura 6). Esses valores foram estimados com base no histórico real e em pressupostos relacionados nomeadamente com a extensão do serviço a Setúbal, a entrada em funcionamento de um novo meio de transporte – Metro Sul do Tejo, a reformulação da oferta da Transtejo com retorno ao terminal o Terreiro do Paço e respetiva ligação ao Metro de Lisboa. Na estimativa foi assumida uma elasticidade da procura ao preço, que não se veio a verificar.

Isso permitiu que a Fertagus pedisse uma renegociação que resultou em várias mudanças na concessão, levando a um acordo melhor e mais equilibrado entre as partes. Estas condições e mudanças foram as seguintes: a compensação financeira paga pelo governo à Fertagus foi de €24M em 2004, €21M em 2005, além de um total de 65 milhões de euros distribuídos no período de 2005 to 2010) .

Embora o sector privado tenha recebido uma compensação financeira, o período de concessão foi reduzido para 10 anos (embora tenha sido criada a possibilidade de uma prorrogação de 9 anos). Esta extensão só se aplicaria se a concessão se tornasse financeiramente viável sem apoio público, o que realmente aconteceu em 2010. A Fertagus atualmente opera sem qualquer apoio financeiro público (até 2019, quando a concessão termina). Os motivos para reduzir o período de concessão foram principalmente para limitar os ganhos do sector privado, mas também para assegurar, se a SPV incorrer em

novas perdas, que o sector público recuperaria o projeto mais cedo e não ter que enfrentar um novo processo de renegociação. Uma segunda mudança para o contrato da Fertagus foi que o risco de tráfego, originalmente partilhado, tornou-se exclusivo da Fertagus. Em terceiro lugar, as condições financeiras também foram alteradas: apesar do maior risco do projeto (devido ao pressuposto do risco de tráfego), a rentabilidade foi diminuída (a taxa de retorno interna [IRR] caiu de 10,9% para 7,8%). A Fertagus passou a dívida sénior para o sector público, juntamente com a propriedade dos ativos, mas permaneceu responsável pelo serviço da dívida. Em quarto lugar, foi introduzido um mecanismo de recuperação, regulando a partilha de receitas inesperadas entre o governo e o sector privado. Em quinto lugar, as condições de serviço também foram revistas; Os usuários tiveram que pagar uma tarifa maior por serviços, e o número de comboios foi reduzido.

O contrato inicial definia, como já atrás foi referido, através de um sistema de bandas, as responsabilidades financeiras do Estado perante a concessionária. Desse acordo original resultou uma Taxa Interna de Rentabilidade (TIR) do acionista no valor de 10,89%. Contudo, esta TIR apenas era garantida pelo Estado no caso de a concessão ser alargada a Setúbal-Praias do Sado. Com o processo de reequilíbrio financeiro da concessionária, a TIR reduz-se para 7,76%, representando assim uma redução da remuneração dos acionistas no projeto. De acordo com o modelo financeiro renegociado, a TIR do projeto era de 5,24% (nominal) e de 1,87% (real), sendo a TIR nominal e real do acionista de 7,76% e de 4,50%, respetivamente. A redução na remuneração do acionista esteve intrinsecamente relacionada com os pressupostos essenciais negociados, nomeadamente ao nível das compensações por prestação do serviço público, do mecanismo de partilha de receitas, da transferência de propriedade do material circulante, da autonomização da contabilização dos resultados das atividades acessórias (espaços comerciais, parques e autocarros) e da redução do prazo da concessão. Neste novo contrato, a TIR só é garantida pelo Estado, se este impuser alterações unilaterais ao contrato e apenas nos casos em que essas alterações, por si só, reduzam a TIR em mais de 0,05% face ao valor estabelecido.

Desta renegociação resultou que, o risco comercial da exploração passou a ser assumido pela Fertagus tendo por base as novas projeções de procura. Estas novas projeções foram assentes no conhecimento até então adquirido sobre a procura naquela linha. A Fertagus passou a não ter direito a qualquer compensação relativamente aos prejuízos resultantes de eventuais alterações ao sistema de transportes da área metropolitana de Lisboa. Com o

reequilíbrio financeiro e tendo sido abandonada o sistema de bandas, foi criado um mecanismo de partilha de receitas, caso o tráfego entre 2005 e 2010 excedesse as novas previsões, nas quais assentou o reequilíbrio da concessionária. Este mecanismo, designado por claw back, consiste no seguinte esquema de partilha de receitas: até mais 5% de receita prevista, a Fertagus fica com 75% da receita adicional; acima dos 5% de receita prevista a Fertagus fica com 25% da receita adicional.

Caso os proveitos do transporte ferroviário viessem a ficar abaixo das previsões, a Fertagus assumiria a perda na sua totalidade. Ao contrário, se os proveitos verificados fossem superiores aos previstos, então haveria lugar ao cálculo de um excedente de proveitos sendo o mesmo repartido entre a Fertagus e o Estado (partilha de upside). Assim, quanto mais elevado fosse o montante do excedente de proveitos apurado, maior seria a percentagem que caberia ao Estado nessa partilha. Verifica-se, na Tabela xx, que as receitas de bilheteira, entre 2004 e 2010, excederam o limite fixado, a partir do qual se utilizaria o mecanismo de partilha de excedentes de receita. Desta forma, entre 2004 e 2010, foi entregue ao Estado a título de partilha de upside o valor de 12 milhões de euros (Tabela 8).

Tabela 8 – Partilha dos excedentes de receita

Nota: em milhares de euros. Fonte: Fertagus

Ano	Limite Receitas Bilheteiras	Receitas Bilheteira (Real)	Desvio - M€	Desvio - %	Partilha Receitas			
					Estado	%	Fertagus	%
2004	12,713	12,890	177	1.4%	44	25%	133	75%
2005	13,911	16,534	2,623	18.9%	1,620	62%	1,004	38%
2006	15,716	18,665	2,949	18.8%	1,819	62%	1,130	38%
2007	17,021	20,799	3,778	22.2%	2,409	64%	1,370	36%
2008	18,120	22,712	4,592	25.3%	2,991	65%	1,601	35%
2009	18,973	22,553	3,580	18.9%	2,211	62%	1,369	38%
2010	20,341	22,364	2,023	9.9%	1,009	50%	1,014	50%
TOTAL			19,722		12,101	61%	7,621	39%

Durante o período de negociação, o Estado mostrou interesse e vontade em passar a ter a posse jurídica do material circulante. Tal fato dar-lhe-ia uma maior flexibilidade temporal no que concerne a prorrogações da concessão, já que o material circulante, encontrando-se na posse da Fertagus e estando-lhe associado um empréstimo bancário, estava dado de penhor ao sindicato bancário, como uma das garantias reais para o financiamento. Assim,

procedeu-se à venda do material circulante (através da celebração de um contrato de compra e venda entre uma empresa locadora e a Fertagus) e consequente liquidação do empréstimo bancário contraído para possibilitar a sua aquisição. O material circulante foi posteriormente alugado à Fertagus através da celebração de um contrato de locação operacional

Com esta operação, a Fertagus deixou de suportar os custos financeiros, derivados do empréstimo bancário, e os custos de exploração, originados pelas amortizações do material circulante. Em contrapartida passou a pagar uma renda fixa mensal pela sua utilização. Renda fixa mensal, essa, calculada com base no período de vida útil do material circulante, incorporando já também o montante estimado que iria ser gasto nas grandes reparações previstas realizar em 2006/07, 2012/13 e 2018/19.

Relativamente à manutenção, a Empresa detentora do material circulante passou então a ser responsável pelas grandes reparações. A Fertagus ficou apenas responsável pelas manutenções correntes do mesmo, bem como pelos seguros que lhe estão associados. Adicionalmente ficou também obrigada a manter o material circulante em bom estado de funcionamento e conservação, de modo a garantir a operacionalidade e segurança do tráfego e os padrões de qualidade, definidos no contrato de concessão. Ou seja, garantir uma exploração eficiente da concessão. Foi celebrado, por isso, um contrato de manutenção entre a Fertagus e a Empresa Locadora em que foi contratualizada a prestação de serviços de manutenção relativos às grandes reparações a que o material circulante estaria sujeito. Mediante uma remuneração fixa, a Fertagus garantia a realização das referidas intervenções.

Deste modo, o risco associado ao valor que o material circulante terá no final do contrato de concessão deixa de existir para a Fertagus, já que foi incorporado no valor mensal de renda a pagar, salvaguardando também assim o risco para a locadora. A gestão e alocação do material circulante existente ou a aquisição de novo material circulante poderão ser refletidas e efetuadas tendo uma visão global do setor e de todos os seus intervenientes, aumentando consequentemente o poder negocial da Empresa Locadora, originando, de forma natural, maior eficácia e eficiência.

No contrato inicial, o risco da procura encontrava-se repartido e suportado no sistema de bandas de tráfego (Tabela 9). Com a renegociação do contrato, o risco de procura passou

a ser inteiramente da responsabilidade da Fertagus. Contudo, isso não invalida que parte das receitas estejam assentes no pagamento de um serviço público contratualizado, sendo que o Estado contribui para a viabilidade financeira do projeto. No entanto, na parte de receita de bilheteiras, o risco assumido pela Fertagus foi integral. Esta alocação do risco procura à Fertagus segue o definido pelas best practices, defendendo-se a alocação do risco à parte que melhor o conseguir gerir. Caso a procura real viesse a ser superior à estimada, então haveria lugar à partilha de upside entre as partes (conforme referido anteriormente), diminuindo assim o pagamento do valor da compensação financeira. Adicionalmente, no contrato renegociado, a Fertagus passou a assumir o pagamento integral da taxa de utilização de infraestrutura à Refer, sendo o risco de variação assumido por ambas as partes.

Por outro lado, a eliminação do direito da Fertagus acionar o reequilíbrio financeiro, no caso de se virem a realizar novas travessias ferroviárias no Tejo, revestiu-se de uma importância significativa, uma vez que em 2005 era exatável a construção da 3ª travessia do Tejo, com componente ferroviária. Desta forma, o nível de risco da Fertagus aumentou, sem que a sua rentabilidade tenha sido acrescida por esse fato. Com base na informação à data de 2005, o Estado deixou de ter no seu risco orçamental uma obrigação contingente, da eventual indemnização à Fertagus por uma nova travessia que à data parecia que se iria construir.

Por último, o Estado assumiu dois riscos que não vieram a verificar-se: por um lado a aquisição de novo material circulante e a extensão do serviço ferroviário à Gare do Oriente e/ou Praia do Sado.

Tabela 9 - Matriz de alocação do risco da concessão inicial e após reequilíbrio financeiro

TIPO DE RISCO	RISCOS	Nível de Risco	Risco alocado a	
			Antes Reeq.	Depois Reeq.
Risco Político	Alterações Unilaterais	BAIXO	Estado	Estado
	Eventos de Força Maior	BAIXO	Estado	Estado
	Extensão serviço ferroviária à Gare Oriente e/ou Praia Sado	BAIXO	Privado	Estado
	Oposição do concedente à alteração de tarifas pela concessionária	MÉDIO	Estado	Estado
	Variação extraordinária nas tarifas por serviços essenciais relativos à disponibilização de infra-estruturas	MÉDIO	Estado	Estado
	Nova travessia no Tejo	MÉDIO	Estado	Privado
	Tarifas pela utilização de infra-estruturas e outros pagamentos			Misto
	Resgate	BAIXO	Estado	Estado
	Resolução (força maior)	BAIXO	Misto	Misto
	Sequestro	BAIXO	Estado	Estado
Risco Operacional	Grandes reparações sobre material circulante já existente	MÉDIO	Privado	Estado
	Reparações correntes sobre material circulante já existente	MÉDIO	Privado	Privado
	Risco de Qualidade	BAIXO	Privado	Privado
	Manutenção das infra-estruturas	MÉDIO	Privado	Privado
	Seguros	BAIXO	Privado	Privado
Risco Financeiro	Aquisição de novo material circulante	ELEVADO	Privado	Privado
	Risco Procura	MÉDIO	Misto	Privado
	Risco de Exploração	MÉDIO	Privado	Privado
	Valor Residual Activos	BAIXO	Misto	Misto
	Caução	BAIXO	Privado	Privado

Fonte: Contrato inicial e contrato de reequilíbrio financeiro

No final, o sector público gastou quase 80 milhões de euros (em preços atuais de 2014) entre 2004 e 2010, mas a concessão pode permanecer aberta e é agora financeiramente viável. Após 2010, conforme previsto na renegociação de 2004, o período de concessão foi prorrogado até 2019, sem mais compensações públicas. Na verdade, desde 2010, o sector público continua a receber as receitas acima da previsão do caso-base. Além disso, a partir de 2017-2019, o sector público terá direito a 50% do líquido desses anos.

Desta forma, é possível constatar na Tabela 10 o montante total anual de encargos para o Estado ao longo dos 10 anos de concessão (2000 a 2010), de acordo com as diferentes responsabilidades (Reequilíbrio Financeiro; Compensação por serviço público; Incentivos; Taxa de utilização de infraestruturas) e o direito, a partir de 2005, à partilha de receitas.

Tabela 10 - Encargos Globais do Estado

ANO	Reequilíbrio Financeiro	Compensações por Serv. Público	Incentivos	Taxa Utiliz Infra-est.	Partilha de Receitas	TOTAL
2000	0.0	0.0	0.0	1,854.0	0.0	1,854.0
2001	0.0	0.0	8.4	1,863.0	0.0	1,871.4
2002	0.0	0.0	9.9	1,905.0	0.0	1,914.9
2003	0.0	0.0	7.2	1,967.0	0.0	1,974.2
2004	0.0	0.0	3.3	2,438.0	-44.1	2,397.2
2005	24,146.1	4,971.3	-0.6	0.0	-1,619.5	27,497.3
2006	21,031.4	9,917.4	-54.2	-345.5	-1,818.9	28,730.2
2007	0.0	11,969.2	-36.7	-353.8	-2,408.6	9,170.1
2008	0.0	11,066.3	-1.8	-418.7	-2,990.8	7,655.0
2009	0.0	10,478.2	-2.3	-457.0	-2,210.5	7,808.4
2010	0.0	9,241.7	-6.6	-469.8	-1,009.0	7,756.3
TOTAL	45,177.5	57,644.1	-73.4	7,982.2	-12,101.4	98,629.0

Assim, e considerando uma taxa de desconto de 6,08%, temos que a opção de renegociar a PPP em análise significou, à data de 2005, um VAL negativo no valor de 87 milhões de €. Contudo, a opção de resgate da PPP obrigaria o Estado a assumir os Ativos, Passivos, Capital Próprio, assim como os resultados futuros da concessão.

No final de 2010 foi assinado o Acordo modificativo do Contrato de Concessão tendo por base a demonstração objetiva que, mantendo-se os pressupostos essenciais fixados no contrato, não haveria lugar a qualquer comparticipação financeira do Estado, no período de 2011 a 2019, e que até aquela data os parâmetros de qualidade do serviço prestado tinham sido cumpridos.

Aspetos principais deste acordo: Prazo até 2019; Não há lugar a compensação financeira do Estado; Partilha de upside referente aos proveitos ferroviários: 75% Estado/ 25% Fertagus; Partilha de Resultado líquido estimado nos anos de 2017 e 2019: 50% Estado/ 50% Fertagus (independentemente do resultado líquido real que se venha a apurar); Aumento tarifário 1% real por ano; Risco de custos exploração da responsabilidade da Fertagus, com exceção de uma variação extraordinária no custo da taxa de utilização de infraestrutura

Refira-se que o processo de renegociação foi objeto de uma auditoria do Tribunal de Contas ²¹, onde esta entidade refere que (pg.27 do relatório):

²¹ Relatório 31/05, 2ª Seção: Follow up da concessão Fertagus, disponível em: http://www.tcontas.pt/pt/actatos/rel_auditoria/2005/audit-dgtc-relo31-2005-2s.pdf

“O acordo obtido afigura-se salvaguardar o interesse público sem comprometer a remuneração da concessionária pela respetiva prestação do serviço concessionado. Terá sido, deste modo, assegurada a coerência dos objetivos definidos pelo Estado e a minuta final do contrato renegociado...”

O mesmo relatório também menciona que (pg. 9):

“O processo de renegociação culminou com a assinatura pelas partes da minuta renegociada do contrato de concessão em 23/02/05, do qual resultou um modelo de concessão mais equilibrado, mais transparente e mais consentâneo com os contratos celebrados na União Europeia para o setor ferroviário.”

Lusoponte

Inicialmente, a concessão de Lusoponte foi planeada para ser totalmente financiada pelo sector privado, fundos da UE e receitas da Ponte 25 de Abril. Isso dependia das três condições anteriormente mencionadas. O contrato estabeleceu que se estas três condições não fossem cumpridas, a Lusoponte poderia exigir uma renegociação do contrato e uma compensação financeira do governo. Cláusulas adicionais que poderiam desencadear renegociações incluíam "eventos excecionais" no mercado de câmbio (movimento desfavorável da taxa de câmbio Escudo / Deutsche Mark - antes da introdução do euro) e mudanças legislativas específicas com impacto direto na concessão. Os riscos para o sector público que representam possíveis compensações financeiras para o PPP foram limitados a mudanças unilaterais no contrato, força maior, mudanças legais específicas e atrasos nos pagamentos de subsídios da UE ou atrasos nas expropriações de terras.

A compensação poderia ser feita usando um dos seguintes três mecanismos (ou uma combinação destes): (1) aumento do período de concessão, (2) aumento de portagens, ou (3) compensação financeira direta. Se algum dos eventos de renegociação acontecesse, o projeto poderia ser renegociado. A compensação financeira pública teria que garantir a estabilidade financeira mínima do projeto. No contrato, a estabilidade financeira foi determinada por um "rácio de cobertura do serviço da dívida" de 1,13 em 1998, 1,19 em 1999 e 1,25 além. Além disso, a TIR mínima do projeto (pré-imposto) foi estabelecido em 11,43%.

Em 1994, o governo aumentou as portagens da Ponte 25 de Abril, o que levou a uma grave crise política envolvendo tumultos de rua e um bloqueio de ponte. Para evitar futuros conflitos, o governo decidiu não aumentar o preço, manter a isenção de agosto e iniciar uma política de desconto para usuários frequentes. Estas alterações foram válidas por um ano e tiveram que ser renovadas anualmente (durante o período 1995-2000). Conforme mencionado anteriormente, o investimento do sector privado seria suportado pela receita das portagens de ambas as pontes. Pelo facto dos preços das portagens da ponte “25 de abril” não terem aumentado reduziu as receitas esperadas, provocou um desequilíbrio no caso base financeiro. Essa perda de receita levou a empresa a solicitar uma renegociação, o que levou ao primeiro dos cinco acordos de reequilíbrio financeiro (FRAs) (ver Tabela II).

Tabela 11 – Síntese dos primeiros cinco acordos de reequilíbrio financeiro da Lusoponte

FUNDAMENTAÇÃO DO PEDIDO	Montante Exigido	Montante Acordado	Forma de pagamento
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO I - 1995			
Não aumento das portagens em 1994 e introdução de um Sistema de descontos. Aumento do risco do Projeto decorrente dos acontecimentos de Junho 94	90,4 M.€	90,4 M.€	Compensação direta
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO II - 1996			
Derrogação, até 31 de Março de 1998, do regime de atualização anual das portagens de acordo com o IPC.	4,9 M.€	4,9 M.€	Compensação direta
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO III - 1998			
Não cobrança de portagens na Ponte 25 de Abril nos meses de Agosto de 1996 e 1997	3,8 M.€	3,8 M.€	Compensação direta
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO IV - 1999			
Manutenção das taxas de portagem na Ponte 25 em 1998-1999; Não cobrança de portagem na Ponte 25 de Abril no mês de Agosto de 1998	63,2 M.€	63,2 M.€	Compensação direta
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO V - 2000			
Manutenção das taxas de portagem na Ponte 25 em 1999-2000; Não cobrança de portagem na Ponte 25 de Abril no mês de Agosto de 1999	17,95 M€	17,95 M€	Compensação direta
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO VI- 2001 (Acordo Global)			
i) Alteração do regime de portagens na Ponte 25 de Abril (abandonado o princípio da igualdade de taxas em ambas as travessias); ii) não cobrança de portagens em Agosto na Ponte 25 de Abril durante todo o período de concessão; iii) reconhecimento das reclamações de sobrecustos de construção; iv) reconhecimento do sobrecusto de expropriações na área das Salinas do Samouco;	306,1 M.€	306,1 M.€	Compensação Direta e Aumento do Prazo da concessão
PEDIDO DE REEQUILÍBRIO FINANCEIRO VII- 2008			
Renegociação do contrato nos termos do disposto na 5ª cláusula (impacto da alteração da taxa de IRC), do Acordo Global celebrado em 8/06/2001. Por Despacho nº 19553/2006, de 25/9, a EP foi mandatada para negociar as seguintes matérias: i) Extinção do Gattel; ii) Alteração IRC; iii) Reclassificação de monovolumes. Cumulativamente e em articulação com a Tutela Sectorial, foram também negociados os seguintes processos: iv) Introdução de portagens em Agosto no Ponte 25 de Abril; v) Viabilidade da Fundação das Salinas do Samouco e; vi) Colocação de redes de protecção e vedações no Viaduto Norte da Ponte 25 de Abril.	22 M.€	22 M.e	Compensação direta

Em 2001, um acordo global (referido como FRA 6) foi alcançado para acabar com a sucessão de FRAs. O acordo teve três objetivos principais: (i) criar uma política de preços

que diferencie os preços de portagem em ambas as pontes, mantendo o preço na Ponte 25 de Abril inferior à da ponte Vasco da Gama, (ii) adaptar o financiamento inicial modelo para as novas condições de portagens, e (iii) encerrar todos os pedidos e conflitos de renegociação restantes e adaptar a concessão às novas condições financeiras da Zona Euro. Essas novas condições permitiram um refinanciamento da concessão e reduziram substancialmente o custo da dívida. A entrada de Portugal na zona do euro, juntamente com as condições de empréstimos nos mercados financeiros durante esse período, reduziu significativamente a taxa de juro do país, tornando o crédito abundante e barato. O sector privado beneficiou plenamente dessas novas condições financeiras da Lusoponte.

O acordo teve como principais características as seguintes condições: i) Pagamento de uma indemnização à Lusoponte, no valor de 306,1 M.€, com pagamentos semestrais entre 2001 e 2019; ii) Definição da política de tarifário, através do estabelecimento de um regime de taxas diferenciadas entre a Ponte 25 de Abril e a Ponte Vasco da Gama; iii) O prazo da concessão passou a ser fixo, em 35 anos, ao invés de estar condicionado a dois limites cumulativos. Esta alteração terá permitido um aumento substancial do prazo de concessão (O Tribunal de Contas estimava em 2001 um aumento entre 7 a 11 anos); iv) Fim da responsabilidade de comparticipação nos encargos de manutenção da Ponte 25 de Abril por parte da concessionária, reduzindo assim os encargos e o risco geral do projeto; v) Alteração à matriz de risco (reduzindo o risco do privado, apesar de se manter a rentabilidade do projeto, medida pela TIR real do acionista); vi) Novas condições de financiamento, através do modelo de reposição do equilíbrio financeiro da concessão, reduzindo assim o risco de financiamento; vii) Alteração da alocação do risco fiscal, com a compensação à concessionária se a taxa de IRC verifique um aumento superior a 1%; viii) Compromisso por parte da Lusoponte na correção das deficiências da Ponte Vasco da Gama, para que o Estado pudesse receber a obra; ix) Incorporação de alterações ao caso-base, condicionando a essas alterações futuros pedidos de reequilíbrio financeiro.

O acordo global compensou o parceiro privado de diferentes maneiras (ver Tabela 12): (i) uma compensação financeira direta (um total de € 306 M no período de 2001 a 2019); (ii) um aumento no período de concessão, até 2030. Considerando que, no contrato inicial, o período de concessão foi determinado a durar até 2,25 mil milhões de veículos terem atravessado ambos os lados do rio (o que deveria ocorrer entre 2019 e 2022), o período de concessão aumentou 7 a 11 anos além das projeções iniciais. (Iii) Uma mudança na matriz

de alocação de risco (reduzindo o risco para o parceiro privado). (Iv) O fim da responsabilidade da Lusoponte pela O&M da Ponte 25 de Abril (reduzindo o custo total para o sector privado). (V) A continuação da concessão em 11,43% IRR pré-impostos. (Vi) Se a taxa de imposto sobre as sociedades aumentasse mais de um ponto percentual, o governo teria que compensar a empresa. Apesar desses benefícios concedidos à Lusoponte, não havia cláusula de recuperação que permitisse ao sector público compartilhar futuros benefícios adicionais (inesperados).

Tabela 12 – Dinâmica de negociação para o acordo global

Condições	Acordo Inicial	2001 Acordo Global
Portagens	Duas pontes com o mesmo preço	Diferença de preços entre as duas pontes
Política Comercial	Não-existente	Desconto de usuário frequente
Benefícios fiscais	Não-existente	Mudanças no reconhecimento das receitas, redução do imposto sobre o rendimento das empresas
Período de concessão	Até 2,25 mil milhões de veículos	2030
Claw-back (mecanismo de partilha de benefícios) ²²	Não-existente	Não-existente

O acordo global (FRA 6) levou a mudanças na matriz de alocação de risco original. Três tipos de riscos mudaram: (i) Alterações legislativas genéricas (por exemplo, um aumento na taxa de imposto não afetaria a empresa, pois o setor público assumiria uma compensação financeira por uma carga tributária adicional). (Ii) O risco operacional da Ponte 25 de Abril, que era originalmente da responsabilidade do sector privado, tornou-se uma responsabilidade pública, uma vez que os custos operacionais foram pagos pelo Ministério dos Transportes. (Iii) Os riscos de financiamento e procura, que foram atribuídos ao sector privado no contrato original, são agora partilhados entre as duas partes. No geral, o nível de risco do sector privado foi diminuído, mas apesar da redução no nível de risco do projeto, não houve redução na rentabilidade do PPP (que é muito

²² O sistema de claw-back permitiu que o sector público recebesse 75% das receitas se o nível de tráfego real aumentasse para o nível de tráfego estimado, o que eventualmente aconteceu. O governo recebeu um total de 12 milhões de euros da Fertagus. Desde então, novas projeções de trânsito foram feitas e o sistema de bandas foi abandonado. A Fertagus pagou (entre 2005 e 2010) um total de €18M para uso da infraestrutura

diferente daquela no caso de Fertagus). Na verdade, agora com menos risco, a Lusoponte continuou a ter o mesmo IRR pré-imposto que no acordo inicial.

O modelo base de project finance da Lusoponte assentou na transferência do risco de procura para o privado (Tabela 13). Refira-se que o risco procura é visto na literatura como um risco negociável, o que significa que, em sede de negociação, pode ser alocado ao Estado, ao Privado ou a ambos. Em muitas PPP, o risco procura apenas parcialmente é transferido para o privado, devido a pouca sustentabilidade financeira dos ativos/concessões por um lado, e ao elevado grau de incerteza, que acarreta para o projeto, por outro.

Contudo, neste caso, esta transferência apenas foi possível, porque assentou igualmente numa cláusula de exclusividade. Essa exclusividade baseia-se na condição, que, a jusante da atual Ponte de Vila Franca de Xira, a Lusoponte detém o exclusivo da concessão. No caso de o Estado decidir pela construção de nova travessia no Tejo nessa zona, a concessionária terá o direito de preferência na concessão. Esta exclusividade forneceu aos investidores privados uma garantia de condições favoráveis de estabilidade, confiança e rendibilidade do projeto. Relativamente a este aspeto refira-se que, se esta cláusula não existisse, então o risco de concorrência teria sido assumido pelo privado, o qual, conseqüentemente, exigiria um prémio financeiro por assumir tal risco. A introdução desta cláusula acaba por constituir uma poupança para o Estado, dado que a construção da 3ª travessia do Tejo está suspensa. É que a inexistência da cláusula oneraria o Estado em compensação de um risco que o privado não está a incorrer.

No entanto, os sucessivos acordos de reequilíbrio financeiro têm tido como consequência uma partilha do risco de procura entre o concessionário e o concedente, em virtude das decisões anteriormente descritas. Essas decisões levaram a que parte das receitas da concessão deixassem de estar dependentes do volume de tráfego, e da respectiva cobrança, passando a estar dependente de indemnizações e compensações financeiras por parte do Estado.

O acordo global de 2000 trouxe assim uma alteração à matriz de alocação de risco original. O risco procura e o risco financiamento deixaram de estar totalmente alocados ao privado, para passarem a estar partilhados. A manutenção das infraestruturas e o risco de mudanças

na taxa de IRC passou para o público. Uma síntese da matriz de risco original e após o acordo global é apresentada na

Tabela 13 – Alocação do risco da concessão Lusoponte

Tipo de Risco	Riscos	Risco Alocado a (contrato inicial)	Risco Alocado a (Acordo Global)
Risco Político	Alterações Unilaterais	Público	Público
	Eventos de Força Maior	Público	Público
	Oposição do concedente à alteração de tarifas pela concessionária	Público	Público
	Nova travessia no Tejo	Público	Público
	Resgate	Público	Público
	Alterações legislativas específicas	Público	Público
	Alterações legislativas genéricas	Privado	Público (1)
	Resolução (força maior)	Público	Público
Risco Operacional	Risco de Qualidade	Privado	Privado
	Manutenção das infra-estruturas	Partilhado	Público
	Seguros	Privado	Privado
Risco Negócio	Risco Procura	Privado	Partilhado
	Risco de Exploração	Privado	Privado
	Atraso nas expropriações	Público	Público
	Atraso nos subsídios da EU	Público	Público
	Risco de Financiamento	Privado	Partilhado
	Graves perturbações no mercado cambial	Público	Público
	Valor Residual Activos	Público	Público
	Caução	Público	Público

(1)- Apenas para a taxa de IRC

(2) – Até ao acordo global, em caso de resgate da concessão, o Estado era responsável pela dívida da banca. Após o acordo passou a ser também responsável pelo capital próprio dos acionistas.

Nota: a encarnado os riscos alterados pelo acordo global de 2000

Em 2007, a Lusoponte solicitou uma FRA 7, após alterações nas taxas de imposto sobre as empresas, reclassificação de veículos em termos de pagamentos de portagens, introdução de portagens no mês de agosto e trabalhos de manutenção adicionais necessários na ponte Ponte 25 de Abril. Consequentemente, o governo pagou diretamente à Lusoponte 22 milhões de euros.

Essas séries de renegociações nos últimos 15 anos alteraram significativamente a característica de concessão (Tabela 14), e houve mudanças na matriz de atribuição de risco (redução do risco do projeto). Além disso, as condições da dívida melhoraram, reduzindo o custo da dívida para a Lusoponte. No entanto, a principal mudança tem a ver com o projeto não depender apenas de fundos privados. As várias renegociações resultaram em diversos tipos de financiamento público: compensação financeira direta, aumento do

período de concessão e redução dos custos de manutenção da concessão. Como esse financiamento público alterou o financiamento global deste investimento? No final dessas renegociações, o financiamento do projeto mudou substancialmente. A partir de um projeto inicial sem fundos públicos (exceto os subsídios da UE), o projeto foi financiado principalmente por meio de recursos públicos. O investimento privado inicial foi estimado em 987 milhões de euros, mas o apoio financeiro do sector público resultante das renegociações totalizou metade desse valor.

Tabela 14 – Síntese das alterações entre o contrato inicial e o Acordo Global

CONDIÇÕES	Acordo Inicial	Acordo Global (2000)
Portagens	Equiparação de preços entre as duas pontes	Sistema de diferenciação entre as duas Pontes
Políticas comerciais	N/A	Sistema de descontos para utentes frequentes e isenção de portagens no mês de Agosto
Benefícios Fiscais	Dispensa de retenção na fonte de IRC, no que diz respeito aos juros da banca estrangeira	Alteração à contabilização das receitas obtidas durante a fase de construção da Ponte Vasco da Gama Alteração da taxa do IVA Alocação ao sector público do risco de subida da taxa do IRC
Prazo da concessão	Até atingir: 2.250 milhões de veículos	30 anos (até 2030)
<i>Claw back</i>	N/A	N/A

As alterações atrás analisadas conduziram a concessão Lusoponte a um conjunto de pedidos de reequilíbrio financeiro ao longo dos últimos 18 anos. Estes pedidos, resultando de alterações unilaterais que o Estado Português impôs à concessionária, tiveram como consequência alterações de cariz financeiro, as quais resultariam num plano financeiro diferente (e pior) que o inicialmente acordado. Tal implicou inevitavelmente que o Estado tivesse de indemnizar a concessionária pelas receitas perdidas com o não aumento das portagens e a não cobrança em Agosto.

Verifica-se que as compensações diretas ascenderam a um valor global (1996-2019) de 476M€, o que a uma taxa de desconto de 6%, representavam à data do concurso um VAL de 288 M€. Já os encargos suportados pelo Estado com a manutenção da Ponte 25 de Abril

ascendem a um montante total de 156 M€, que, usando a mesma taxa de desconto, teriam um VAL em 1996 de 56 M€. Por último, o aumento de receita por via do prolongamento da concessão ascende a um valor acumulado de 1 088 M€, o que à data de 1996 representaria um VAL de 172 M€.

Se se somar o VAL, à data de 1996, dos encargos do Estado entre 1996 e 2030, obtém-se um valor de compensações de 516M€, para um investimento de 987M€. Mas recorde-se que esse investimento já tinha beneficiado de 319M€ do fundo de coesão e de 50 M€ de receitas da Ponte 25 de Abril. Como tal, a Tabela 15 mostra, para as duas taxas de desconto (4,5% que reflete a yield to maturity das OT's a 10 anos da dívida pública Portuguesa antes da crise da dívida soberana e a já mencionada taxa de desconto legal de 6%), o valor das compensações atribuídas à Lusoponte, comparando com o financiamento inicial do projeto. Desta forma, as compensações dos diferentes acordos de reequilíbrio financeiro representam entre 55% e 70% do investimento inicial da concessionária.

Tabela 15 – Compensações do Estado face ao investimento inicial

Tipo de financiamento	Cenário 1 (6%)		Cenário 2 (4,5%)	
	VAL - M.€	% financiamento inicial	VAL - M.€	% financiamento inicial
Compensações directas	273	30%	302	34%
Custos de manutenção	56	6%	71	8%
Aumento de receitas	172	19%	270	30%
TOTAL	501	55%	643	72%

A Tabela 16 indica a estrutura de financiamento do projeto, se considerarmos os valores de compensações financeiras da Tabela 8. Verifica-se que a participação pública representa entre 34% e 39% do total de financiamento da concessão (investimento inicial mais as compensações do Estado), consoante a taxa de desconto utilizada. Contudo, o financiamento inicial já tinha contado com alguns fundos que podemos considerar como públicos: as receitas da Ponte 25 de Abril e verbas do fundo de coesão. Se considerarmos todos estes fundos públicos, verificamos que o projeto foi financiado num valor total entre os 1,5 e 1,6 mil milhões de €. Um valor próximo de 60% corresponde a financiamento

público. Na prática, isto significa que, devido às suas próprias alterações unilaterais, o Estado financiou perto de 2/3 do projeto.

Tabela 16 – Financiamento do projeto com compensações do Estado

Tipo de financiamento	Cenário 1 (6%)		Cenário 2 (4,5%)	
	VAL - M.€	% financiamento	VAL - M.€	% financiamento
Fundo de coesão	319	21%	319	20%
Receitas da ponte 25 -Abril	50	3%	50	3%
Compensações do Estado	501	34%	643	39%
TOTAL PÚBLICO	870	58%	1012	62%
Financiamento bancário	120	8%	120	7%
Empréstimo BEI	299	20%	299	18%
Outros financiamentos	199	13%	199	12%
TOTAL PRIVADO	618	42%	618	38%
TOTAL PROJECTO	1488	100%	1630	100%

4.3 Principais conclusões dos estudos de caso

As descrições de casos acima mostraram os eventos que levaram a renegociações e que foram substancialmente diferentes em cada caso (Tabela 17): na Fertagus, a procura estava abaixo da estimativa da dos casos base, enquanto que na Lusoponte foi uma decisão política mudar as condições do contrato sobre preços das portagens. Isso levou a uma diferença fundamental: no caso da Fertagus, a renegociação foi iniciada pela empresa privada que enfrentava uma falência iminente, dando maior poder de negociação ao governo. Na Lusoponte, as renegociações resultaram da decisão do governo de não aumentar as tarifas. Essa mudança unilateral no contrato deu à empresa privada uma forte posição assimétrica nas negociações.

Tabela 17 – Renegociações da Fertagus e Lusoponte

Características	Fertagus	Lusoponte
Evento (s) que levou à renegociação	<ul style="list-style-type: none"> Procura abaixo da previsão inicial 	<ul style="list-style-type: none"> O Governo decide não aumentar os preços e não acabar com a isenção em Agosto na ponte 25 de Abril
Pedido de renegociação por	<ul style="list-style-type: none"> Privado 	<ul style="list-style-type: none"> Público
Número de renegociações	<ul style="list-style-type: none"> 1 	<ul style="list-style-type: none"> 7
Período (s) de renegociação	<ul style="list-style-type: none"> 2001-2004 	<ul style="list-style-type: none"> 1995-2000 2001 2007
Mudanças no contrato	<ul style="list-style-type: none"> Desavalcagem do balanço da Fertagus Mudança nas exigências de risco Mecanismo Claw-back 	<ul style="list-style-type: none"> De 1995 a 2000, compensações financeiras públicas Em 2001 (acordo global): Mudança nos preços das portagens Extensão do período de concessão Compensação financeira Sem claw-back
O risco do projeto mudou, e como?	<ul style="list-style-type: none"> Sim, reduziu 	<ul style="list-style-type: none"> Sim, reduziu
A rentabilidade do projeto mudou, e como?	<ul style="list-style-type: none"> Sim, reduziu 	<ul style="list-style-type: none"> Não
Apoio financeiro do setor público	<ul style="list-style-type: none"> € 80 M 	<ul style="list-style-type: none"> € 500 M
Resultado da renegociação	<ul style="list-style-type: none"> A concessão permanece aberta Bom desempenho e qualidade de serviço Depois de 2010, a concessão tornou-se financeiramente viável O setor público partilhou ganhos acima do caso base, após a renegociação 	<ul style="list-style-type: none"> Os fundos públicos suportam a maioria do investimento Benefícios adicionais foram totalmente apropriados pelo setor privado Dúvidas acerca de eficiência nesta PPP

Esta diferença nos resultados da renegociação foi agravada por outros três factores: (i) o facto da Fertagus pertencer a um grupo cujo único negócio é operar várias empresas de transporte público na região de Lisboa pode ter tido impacto na posição de negociação no lado privado. Pode ter havido um custo reputacional para o grupo privado no colapso do projeto ou na PPP sendo percebido pela opinião pública como ineficiente e um desperdício de dinheiro público. (ii) Na Lusoponte, ocorreram mudanças na estrutura da administração pública relativo ao monitoramento e avaliação desse projeto. No início do contrato, a Lusoponte foi supervisionada por um departamento governamental específico (GATTEL). Com a abolição deste departamento, as competências relativas ao projeto foram divididas entre os Ministérios das Finanças e Transportes. De acordo com vários relatórios do Tribunal de Contas, e como enfatizado em (De Lemos et al., 2004), esta divisão criou problemas de coordenação, que foram agravados por mudanças no governo e na política. (iii) Outra razão pela qual a Lusoponte foi bastante compensada nas renegociações foi causada pelo fator político. As duas pontes têm diferentes usuários: aqueles que usam a ponte '25 de Abril' não usam frequentemente a ponte 'Vasco da Gama'.

Portanto, esse grupo de utilizadores da ponte “25 de abril” considerou o aumento nos preços de portagem como um imposto a pagar por uma ponte que não oferece um benefício para eles. Além disso, o contrato não incluiu nenhum mecanismo para permitir que o sector público valide os requisitos financeiros da empresa.

Assim, embora ambos os projetos tenham um apoio financeiro público, os seus resultados de renegociações foram substancialmente diferentes: a renegociação de Fertagus resultou em uma concessão mais sustentável e robusta que se tornou financeiramente independente, pois passou a depender apenas das receitas comerciais (após 2010). Essa renegociação induziu duas mudanças principais na concessão: primeiro, a desalavancagem do balanço da Fertagus levou a melhores condições financeiras. Em segundo lugar, a mudança no risco de procura possibilitou que a Fertagus fosse mais flexível em questões comerciais (especialmente aquelas relacionadas com o tráfego, como preços, políticas de desconto e horários) e concentrar-se mais nas operações. O sector público também beneficiou da renegociação: os mecanismos de partilha da receita adicional ao previsto na renegociação permitiram ao governo reembolsar parte do esforço financeiro público porque a procura estava acima das novas projeções de tráfego. Além disso, a redução do risco do projeto foi seguida por uma redução na rentabilidade da empresa. Essa renegociação gerou um novo equilíbrio entre o lucro do sector privado e os interesses do sector público.

Em contraste, o processo de renegociação da Lusoponte foi o oposto. Vários aspetos contratuais mudaram significativamente devido à sucessão de renegociações. Na concessão inicial, as portagens deveriam ter o mesmo preço em ambas as pontes. Entre 1995 e 2000, os preços das portagens para a ponte “25 de Abril” foram congelados e, após o acordo global, foi decidido que um sistema de preços diferente para cada ponte seria implementado (após a primeira renegociação, foi introduzida uma política de desconto comercial). No acordo global, a Lusoponte recebeu um benefício fiscal para compensar o aumento da percentagem da taxa do imposto sobre as sociedades (IRC). Além disso, embora o risco do projeto tenha sido reduzido, a rentabilidade da concessão não diminuiu. O setor público também aumentou a remuneração direta, estendeu o período de concessão e reduziu os custos de manutenção. Nesta renegociação, o sector público cedeu a todos os pedidos solicitados pela Lusoponte (ver Tabela 6). Esta situação suscita dúvidas sobre se o sector público foi capaz de avaliar corretamente as consequências das decisões

tomadas no tráfego real. Estas preocupações também foram expressas pelo Tribunal de Contas. Além disso, o tráfego real durante esses anos foi acima das projeções de tráfego no caso base e esses benefícios foram inteiramente apropriados pelo setor privado sem serem contabilizadas nas renegociações. Como resultado, uma parte substancial do investimento que deveria ser financiado exclusivamente através de fundos privados foi substancialmente financiada por meio de recursos públicos.

Em última análise, a renegociação de Fertagus mostra que, quando ambas as partes estão empenhadas em manter relacionamentos atuais e futuros, são propensas a negociar um melhor acordo, garantindo a longo prazo a sustentabilidade e valor para ambos. De 1999 a 2004 (o ano de renegociação), a Fertagus representou uma perda acumulada de € 32 M (um desvio de -600%) em relação ao caso base inicial. De 2005 a 2010, a empresa gerou um lucro total após impostos de € 56 M (um aumento de 42% em relação ao caso de base renegociado). Melhores condições de concessão, melhor gestão e maior procura foram as principais causas dessa alteração.

Em contraste, a Lusoponte, as renegociações acabaram por exigir um esforço financeiro substancial do sector público, o que levou a uma oposição significativa a este projeto e contribuiu para uma visão negativa das PPP em Portugal. Conforme indicado por De Lemos et al. (2004), uma análise completa da gestão de risco requer uma avaliação baseada não apenas em fatores técnicos, mas também em fatores políticos e sociais.

5. Conclusão

Este artigo procurou as respostas para três questões de pesquisa: (i) Quais são as principais características organizacionais das PPPs? (ii) Como se estrutura e financia o sector privado das PPPs? E (iii) Porque e como os contratos PPP são renegociados?

Este artigo defende uma abordagem integrada das PPP, tanto na perspetiva do sector público quanto do privado. No que diz respeito à primeira questão, a principal razão pela qual as PPPs estão entre contratação pública tradicional e a privatização é o papel diferente que o sector privado desempenha em cada etapa do projeto. No entanto, as PPPs também diferem em termos de propriedade, risco, financiamento, custos e tratamento contabilístico no sector público.

Com relação a esta última questão, ao usar uma PPP, não há custos para o sector público durante a fase de investimento, mas os pagamentos anuais à empresa privada surgem durante o período do contrato. As PPP evitam assim restrições orçamentárias durante a construção da infraestrutura. Os governos devem pesar cuidadosamente as vantagens e desvantagens das PPPs.

Quanto à segunda questão, as PPPs são muito diferentes das empresas tradicionais em termos de propriedade de ativos, duração do projeto, quantidade de dívida e risco e estruturas de acionistas. A engenharia financeira das PPPs, com base em “project finance” (com elevada alavancagem, i.e, elevados níveis de dívida, exclusivamente com base nos fluxos de caixa do projeto) gera oportunidades para um uso mais eficiente do capital.

Os dois estudos de caso refletem, em resposta à terceira questão de pesquisa, porque e como as PPP renegociam. As PPPs possuem características específicas, como a natureza incompleta dos contratos que as tornam mais propensas a renegociar. No entanto, as renegociações são consideradas como uma falha nas PPP porque o resultado mais provável da maioria das renegociações é um aumento nos custos para usuários e/ou contribuintes. Além disso, em muitos casos, há uma redução na qualidade do serviço, além de uma falta de transparência na maioria dos processos.

Todos esses fatores fazem com que as renegociações contribuam para uma percepção generalizada negativa das PPPs e do envolvimento do sector privado em serviços públicos. Esta visão reduz o alcance do sector privado para melhorar e reformar o sector público, juntamente com a capacidade do setor privado de fornecer uma alternativa às restrições do orçamento público. Os projetos de PPP devem ser projetados para abordar (ex ante) os problemas que podem levar a renegociações. A renegociação de Fertagus foi um sucesso, permitindo uma concessão financeiramente viável porque ambas as partes estavam empenhadas em alcançar uma concessão mais sustentável. Esse sucesso pode ser atribuído a dois motivos: o facto de Fertagus pertencer a um grupo que já opera nos transportes na área de Lisboa e o facto de que a renegociação foi solicitada pelo sector privado, enfrentando uma falência eminente. Em contrapartida, a renegociação de Lusoponte foi uma falha na medida em que o uso de fundos públicos serviu objetivos políticos em vez de melhorar os serviços públicos. Esses dois estudos de caso ensinam que os governos devem ser extremamente cuidadosos ao projetar uma concessão e um contrato correspondente,

e devem antecipar a ocorrência de eventos de renegociação. Além disso, a regulamentação e monitoramento do contrato durante o longo ciclo de vida do projeto são fundamentais.

Este desequilíbrio assenta em três aspetos, cruciais nas PPPs. Primeiro, a questão dos contratos incompletos e o seu efeito nas renegociações. O contrato de concessão deve prever, da forma mais clara possível, que condições/eventos determinam ajustamentos financeiros e qual a extensão dos mesmos, assim como quais as condições/eventos que determinam a necessidade de um processo de reequilíbrio financeiro, e a forma e procedimentos inerentes a esse processo. Estes procedimentos devem ser transparentes, claros e na medida do possível conduzidos por uma comissão independente de peritos. No caso da Lusoponte, o contrato previa os motivos para reequilíbrios financeiros e os mecanismos a utilizar. Contudo, não se acautelou a necessidade do Estado de aferir da fiabilidade dos pressupostos utilizados nessas negociações.

O segundo aspeto prende-se com a posição negocial do Estado. Ao tomar uma decisão política, pretendendo evitar novos conflitos e protestos, o Estado assumiu a sua imperiosa necessidade de não aumentar as portagens. Estando vinculado por um contrato, o parceiro privado teve sempre uma assimetria de posição negocial à qual não deve ser alheio o resultado final de 15 anos de reequilíbrios financeiros.

O terceiro aspeto prende-se com a falta/dispersão de meios na Administração Pública para monitorizar as PPPs. Não sendo um problema específico deste caso, a realidade mostra que a escassez de recursos e a sua dispersão por diversas entidades (em ministérios diferentes, e com agendas distintas), dificulta de sobremaneira a atuação do sector público. Saliente-se que o mesmo não sucede no sector privado, em que a experiência de PPPs tem sido fortemente assimilada.

Deste caso surgem diversas lições/recomendações:

- Estar preparado para problemas de renegociação (normais em contratos longos)
- Definir de forma clara e transparente eventuais processos de reequilíbrio financeiro. Não limitando apenas aos motivos e aos instrumentos, mas também garantindo uma arbitragem eficaz.
- Determinar de forma o mais objetiva possível qual a indemnização compensatória correta a atribuir ao privado.
- Não subestimar o risco político/social

- Criar um sistema de “claw-back”
- A indemnização compensatória deve remunerar o privado pelas suas responsabilidades e alocação de risco.
- Ajustar a rentabilidade ao perfil de risco
- Garantir um eficaz acompanhamento e monitorização das PPPs, através de meios humanos e técnicos na Administração Pública

Os sucessivos pedidos de reequilíbrio financeiro e a forma como a negociação foi conduzida, assim como os resultados produzidos devem ser objeto de profunda análise por parte dos decisores envolvidos em processos futuros.

Este artigo aborda várias implicações políticas. Primeiro, houve uma substancial falta de experiência no início dos programas PPP, na década de 1990. Isso levou a que os contratos não tenham tido em conta os melhores interesses do sector público. Conforme foi mostrado no caso de Fertagus, há um processo de aprendizagem. A segunda implicação é que o mesmo quadro institucional (a mesma supervisão, auditoria e monitoramento) pode produzir resultados muito diferentes em termos da taxa de sucesso de uma PPP ou a necessidade de renegociações. Aqui, em particular, a ausência de uma unidade PPP institucional que funcione bem e que supervisione e centralize todos os aspetos do processo PPP (em vez de vários departamentos governamentais que lidam com apenas parte do processo) é uma armadilha no processo PPP e enfraquece a posição do governo. Somente com uma unidade PPP centralizada, as melhores práticas e a melhoria do processo das PPP em geral podem ser implementadas. Mesmo com um quadro institucional que funcione bem, fatores externos, como a mudança das condições económicas ou o ambiente político, podem tornar obsoletas as características da concessão e exigir renegociações. Os ciclos eleitorais durante as renegociações podem prejudicar a eficiência quando há mudanças no governo e na direção ideológica. Também é importante ter um órgão independente, como um Tribunal de Contas que monitoriza o ciclo de vida do PPP, limita o passivo do sector público, e, aprende com o processo para evitar ineficiências para futuras PPPs.

Referências:

- Ball, R., Heafey, M. & King, D., (2007), "The Private Finance Initiative in the UK". *Public Management Review*, Vol. 9 No. 2, pp. 289-310.
- Benbasat, I., Goldstein, D., & Mead, M. (1987). "The case research strategy in studies of information systems". *MIS quarterly*, Vol. 1 369-386.
- Bitran, E., Nieto-Parra, S. & Robledo, J., (2013), "Opening the Black Box of Contract Renegotiations". Available at: http://www.oecd-ilibrary.org/development/opening-the-black-box-of-contract-renegotiations_5k46n3wwxxq3-en [Accessed August 12, 2015].
- Blanc-Brude, F., Goldsmith, H. & Valila, T. (2006), "Ex-Ante Construction Costs in the European Road Sector: A Comparison of Public-Private Partnerships and Traditional Public Procurement." (E. I. Bank, Ed.) *European and Financial Report* (Vol. 2006).
- Bovaird, T., (2004), "Public-Private Partnerships: from Contested Concepts to Prevalent Practice". *International Review of Administrative Sciences*, Vol. 70, p.199-215.
- Broadbent, J., Gill, J. & Laughlin, R., (2008), "Identifying and controlling risk: The problem of uncertainty in the private finance initiative in the UK's National Health Service". *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 19 No. 1, pp.40-78.
- de Brux, J., (2010), "The dark and bright sides of renegotiation: an application to transport concession contracts". *Utilities Policy*, Vol. 18 No. 2, pp.77-85.
- de Brux, J., Beuve, J. & Saussier, S., (2011), "Renegotiations and Contract Renewals in PPPs". Available at: http://extranet.isnie.org/uploads/isnie2011/de-brux_beuve_saussier.pdf
- Carbonara, N., Costantino, N. & Pellegrino, R., (2014), "Concession period for PPPs: A win-win model for a fair risk sharing". *International Journal of Project Management*, Vol. 32 No. 7, pp.1223-1232.
- Canadian Council for PPPs, (2001), "100 Projects: Selected Public-Private Partnerships across Canada" CCPPP, ed.
- Chen, C. & Hubbard, M., (2012), "Power relations and risk allocation in the governance of public private partnerships: A case study from China". *Policy and Society*, Vol. 31 No. 1, pp.39-49.
- Chong, E., Huet, F., Saussier, S., & Steiner, F., (2006), "Public-Private Partnerships and Prices: Evidence from Water Distribution in France". *Review of Industrial Organization*, Vol. 29 No. 1-2, pp.149-169.
- Chong, E., Huet, F. & Saussier, S., (2006), "Auctions, Ex Post Competition And Prices: The Efficiency Of Public-Private Partnerships". *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol. 77 No. 4, pp.521-554.
- Chung, D., (2012), "Contractual Approach to Optimising Risk Sharing: A Quantitative Study of the Multidimensional Nature of Risk in Private Provision of Road Infrastructure". Available at: <http://ses.library.usyd.edu.au:80/handle/2123/8842>.
- Cordella, T., Ruiz-Arranz, M. & Ricci, L., (2005), "Debt overhang or debt irrelevance? Revisiting the debt growth link", International Monetary Fund.
- Corner, D., (2006), "The United Kingdom Private Financing Initiative: The Challenges of Allocating Risk". *Journal on Budgeting*, Vol. 5 No. 3, pp.37-55.
- Cruz, C. & Marques, R., (2013a), "Endogenous Determinants for Renegotiating Concessions: Evidence from Local Infrastructure". *Local Government Studies*, Vol. 39 No. 3, pp.352-374.
- Cruz, C. & Marques, R., (2013b), "Exogenous Determinants for Renegotiating Public Infrastructure Concessions: Evidence from Portugal". *Journal of Construction Engineering and Management*, Vol. 139 No. 9, pp.1082-1090.
- Debande, O., (2002), "Private Financing of Transport Infrastructure An Assessment of the UK Experience". *Journal of Transport Economics and Policy*, Vol. 36 No. Part 3, pp. 355-387.
- Delmon, J., (2009), "Private sector investment in infrastructure: Project finance, PPP Projects and risks", Kluwer Law International, The Netherlands.
- Demirag, I. & Khadaroo, I., (2008), "Accountability And Value For Money In Private Finance Initiative Contracts". *Financial Accountability & Management*, Vol. 24 No. 4, pp.455-478.
- Dewulf, G., Blanken, A. & Bult-Spiering, M., (2011), *Strategic Issues in Public-Private Partnerships*, Wiley-Blackwell, London.
- Duffield, C., (2010), "Different delivery models". In Hodge, G., Greve, C., Boardman, A. (Ed.), *International handbook on public private partnerships*. Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, pp. 187-215.
- Engel, E., Fischer, R. & Galetovic, A., (2009), "Soft budgets and renegotiations in public-private partnerships", National Bureau of Economic Research.

- Engel, E. & Galetovic, A. (2014). "Urban transport : can public-private partnerships work ?," Policy Research Working Paper Series 6873, The World Bank.
- Eisenhardt, K. (1989). "Building theories from case study research". *Academy of management review*, Vol. 14 No. 4, pp. 532-550.
- Estache, A., Guasch, J. & Trujillo, L., (2003), "Price caps, efficiency payoffs and infrastructure contract renegotiation in Latin America", Citeseer. Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.201.9041>.
- Esty, B., (2004), "Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance". *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, pp.213-224.
- Farquharson, E., Mästle, C. & Yescombe, E., (2011), "How to Engage with the Private Sector in Public-private Partnerships in Emerging Markets", World Bank Publications.
- Froud, J., (2003), "The Private Finance Initiative: risk, uncertainty and the state". *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 28 No. 6, pp.567-589.
- Gatti, S., (2012), *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*, Academic Press, Oxford.
- Grimsey, D. & Lewis, M., (2002a), "Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects". *International Journal of Project Management*, Vol. 20 No. 2, pp.107-118.
- Grimsey, D. & Lewis, M., (2002b), "Accounting for Public Private Partnerships". *Accounting Forum*, Vol. 26 No. 3-4, pp.245-270.
- Grimsey, D. & Lewis, M., (2004), *Public private partnerships : the worldwide revolution in infrastructure provision and project finance*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton.
- Grimsey, D. & Lewis, M., (2005), "Are Public Private Partnerships value for money?: Evaluating alternative approaches and comparing academic and practitioner views". *Accounting Forum*, Vol. 29 No. 4, pp.345-378.
- Grout, P., (2005), "Value-for-Money Measurement in Public-Private Partnerships". *EIB Papers*, Vol. 10 No. 2, pp.32-56.
- Guasch, J., (2004), *Granting and renegotiating infrastructure concessions: doing it right*, World Bank Publications.
- Guasch, J., Laffont, J. & Straub, S., (2003), "Renegotiation of concession contracts in Latin America", World Bank Publications.
- Guasch, J., Laffont, J. & Straub, S., (2007), "Concessions of infrastructure in Latin America: Government led renegotiation". *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 22 No. 7, pp.1267-1294.
- Guasch, J., Laffont, J. & Straub, S., (2008), "Renegotiation of concession contracts in Latin America: Evidence from the water and transport sectors". *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 26 No. 2, pp.421-442.
- Guasch, J. & Straub, S., (2006), "Renegotiation of infrastructure concessions: an overview". *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol. 77 No. 4, pp.479-493.
- Guasch, J. & Straub, S., (2009), "Corruption and concession renegotiations.: Evidence from the water and transport sectors in latin america". *Utilities Policy*, Vol. 17 No. 2, pp.185-190.
- Hardcastle C., (2003), "Risks overview in public private partnerships". In Akintoye, A., Hardcastle, C., (Ed.), *Public Private Partnerships - Managing Risks and Opportunities*. Blackwell Science, London, pp. 31-56.
- Hart, O., (2003), "Incomplete Contracts and Public Ownership: Remarks, and an Application to Public-Private Partnerships". *The Economic Journal*, Vol. 113 No. 486, pp.C69-C76.
- Heald, D., (2003), "Value for money tests and accounting treatment in PFI schemes". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16 No. 3, pp. 342-371.
- Heald, D. & Georgiou, G., (2011), "The Substance of Accounting for Public Private Partnerships". *Financial Accountability & Management*, Vol. 27 No. 2, pp.217-247.
- van Herpen, G., (2002), "Public Private Partnerships, The Advantages and Disadvantages Examined". In *European Transport Conference 2002*. Available at: <http://trid.trb.org/view.aspx?id=803508>.
- Ho, S. & Liu, L. , (2004), "Analytical Model for Analyzing Construction Claims and Opportunistic Bidding". *Journal of Construction Engineering and Management*, Vol. 130 No. 1, pp.94-104.
- Hodge, G. & Greve, C., (2007), "Public-Private Partnerships: An International Performance Review". *Public Administration Review*, Vol. 67 No. 3, pp.545-558.
- Hodge, G. & Greve, C., (2009), "PPPs: the passage of time permits a sober reflection". *Economic Affairs*, Vol. 29 No. 1, pp.33-39.

- Hoppe, E., Kusterer, D. & Schmitz, P., (2013), "Public-private partnerships versus traditional procurement: An experimental investigation". *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 89, pp.145-166.
- Kirk, R. & Wall, A., (2001), "Substance, Form and PFI Contracts". *Public Money & Management*, Vol. 21 No. 3, p.41-46.
- Klijn G., (2000), "Governing Public - Private Partnerships: Analysing and Managing the Process and Institutional Characteristics of Public - Private Partnerships". In *Public Private Partnerships: Theory and Practice in International Perspective*. Routledge, London, pp. 84-102
- Klijn G., (2003), "Institutional and strategic barriers to public-private partnerships: an analysis of the Dutch case". *Public Money & Management*, Vol. 23 No. 3, pp.137-146.
- De Lemos, T., Eaton, D., Betts, M. & Tadeu, L., (2004), "Risk management in the Lusoponte concession—a case study of the two bridges in Lisbon, Portugal". *International Journal of Project Management*, Vol. 22, pp.63-73.
- Li, B., Akintoye, A., Edwards, P., & Hardcastle, C., (2005), "Perceptions of positive and negative factors influencing the attractiveness of PPP/PFI procurement for construction projects in the UK: Findings from a questionnaire survey". *Engineering, Construction and Architectural Management*, Vol. 12 No. 2, pp.125-148.
- Linder, S., (1999), "Coming to Terms With the Public-Private Partnership". *American Behavioral Scientist*, Vol. 43 No. 1, pp.35-51.
- Macário, R., Ribeiro, J. & Costa, J., (2015), "Understanding pitfalls in the application of PPPs in transport infrastructure in Portugal". *Transport Policy*, Vol. 41, pp.90-99.
- Maskin, E. & Tirole, J., (2008), "Public-private partnerships and government spending limits". *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 26 No. 2, pp.412-420.
- Miller, M. & Szimba, E., (2015), "How to avoid unrealistic appraisal results? A concept to reflect the occurrence of risk in the appraisal of transport infrastructure projects". *Research in Transportation Economics*, Vol. 49, pp.65-75.
- Miranda Sarmiento, J. & Renneboog, L., (2014), "The Portuguese Experience with Public-Private Partnerships". Working Paper. Tilburg University. *SSRN Electronic Journal*. Available at: <http://papers.ssrn.com/abstract=2378720>.
- Moore, A., Straub, S & Dethier, J., (2014). "Regulation, renegotiation and capital structure: theory and evidence from Latin American transport concessions," *Journal of Regulatory Economics*, Springer, vol. 45 No.2, pages 209-232.
- Mu, R., Jong, M. & Koppenjan, J., (2011), "The rise and fall of Public-Private Partnerships in China: a path-dependent approach". *Journal of Transport Geography*, Vol. 19 No. 4, pp.794-806.
- Nevitt, P. & Fabozzi, F., (2000), "Project financing", Euromoney books, London.
- Ng, A. & Loosemore, M., (2007), "Risk allocation in the private provision of public infrastructure". *International Journal of Project Management*, Vol. 25 No. 1, pp.66-76.
- OECD, (2008), "Public-Private Partnerships in pursuit of risk sharing and value for money", OECD, Paris.
- OECD, (2010), "Dedicated Public-Private Partnership Units: A Survey of Institutional and Governance Structures", OECD, Paris.
- Parker, D. & Hartley, K., (2003), "Transaction costs, relational contracting and public private partnerships: a case study of UK defence". *Journal of Purchasing and Supply Management*, Vol. 9 No. 3, pp.97-108.
- Pollitt, M., (2002), "The Declining Role of the State in Infrastructure Investment in the UK". In Berg, S, Pollitt, M, Tsuji, M (Ed.). S. V. Berg, ed. *Private Initiatives in Infrastructure: Priorities, Incentives and Performance*. Edward Elgar, Aldershot.
- Reside, R. & Mendoza, J., (2010), "Determinants of Outcomes of Public-Private Partnerships (PPP) in Infrastructure in Asia", working paper (No. 2010-03), University of Philippines, Philippines, march 2010. Available at: <http://sesc.econ.upd.edu.ph/dp/index.php/dp/article/view/5>
- Rouhani, O., Oliver, H. & Richard, R., (2015), "Policy lessons for regulating public-private partnership tolling schemes in urban environments". *Transport Policy*, Vol. 41, pp.68-79.
- Roumboutsos, A. & Macário, R., (2013), "Public private partnerships in transport: theory and practice" A. Roumboutsos, (Ed). *Built Environment Project and Asset Management*, Vol. 3 No. 2, pp.160-164.
- Sachs, T., (2005), "Political risks and investment decisions in PPPs - a proposed framework for determining PPP structures that satisfy an investor's decision criteria with respect to the political risks". In A. C. Sidwell, ed. *QUT Research Week*. Brisbane, Australia.
- Sarmiento, J., (2010), "Do Public-Private Partnerships Create Value for Money for the Public Sector? The Portuguese Experience". *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 2010 No. 1, pp.93-119.
- Savas, E., (2000), *Privatization and Public-Private Partnerships*, Seven Bridges Press, New York.

- Shaoul, J., (2005), "A critical financial analysis of the Private Finance Initiative: selecting a financing method or allocating economic wealth?". *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 16 No. 4, pp.441-471.
- Spackman, M., (2002), "Public-private partnerships: lessons from the British approach". *Economic Systems*, Vol. 26 No. 3, pp.283-301.
- Stiglitz, J., (1989), "Markets, market failures, and development". *The American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, pp.197-203.
- Treasury, H.M., (1998), "PFI technical note no.3: how to account for PFI transactions", H. M. Treasury.
- Trebilcock, M. & Rosenstock, M., (2015), "Infrastructure Public-Private Partnerships in the Developing World: Lessons from Recent Experience". *The Journal of Development Studies*, Vol. 51 No. 4, pp.335-354.
- Yescombe, E., (2011), *Public-private partnerships: principles of policy and finance*, Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Yescombe, E., (2013), *Principles of project finance*, Academic Press, Oxford.
- Yin, R. (2013), *Case study research: Design and methods*. Sage publications, London
- Zhang, S., Gao, Y., Feng, Z. & Sun, W. (2014), "PPP application in infrastructure development in China: Institutional analysis and implications". *International Journal of Project Management*, Vol. 33 No. 3, pp.497-509.