

# A IMPORTÂNCIA DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS E DO PROJECT FINANCE NO SECTOR RODOVIÁRIO CASE STUDY: AUTO-ESTRADAS DO ATLÂNTICO

Hugo Miguel Bispo Barbosa

Projeto de Mestrado em Finanças

Orientador(a):
Prof. Doutor Carlos Gonçalves, Prof. Auxiliar, ISCTE *Business School*, Departamento de Finanças

Maio 2012

# A IMPORTÂNCIA DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS E DO PROJECT FINANCE NO SECTOR RODOVIÁRIO CASE STUDY: AUTO-ESTRADAS DO ATLÂNTICO

Hugo Miguel Bispo Barbosa

Projeto de Mestrado em Finanças

Orientador(a):

Prof. Doutor Carlos Gonçalves, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Maio 2012

#### **AGRADECIMENTOS**

Ao ISCTE Business School, pela oportunidade de realização deste trabalho de investigação.

À família e amigos, pelo apoio e confiança que me deram nos momentos em que precisei.

Ao Luís Mota, por todo o auxílio ao longo da realização deste trabalho de investigação.

Um agradecimento especial ao Prof. Carlos Gonçalves, pela paciência e dedicação na orientação do presente trabalho de investigação.

ISCTE Business School nstituto Universitário de Lisbo

RESUMO

Pressionado para investir em infraestruturas promotoras do desenvolvimento social e

económico, o Governo português tem-se deparado frequentemente com o conflito entre a

escassez de recursos financeiros e a importância estratégica daqueles investimentos. Neste

sentido, tem sido cada vez mais frequente nas últimas décadas o recurso a Parcerias Público-

Privadas (PPP) em diversos sectores, de entre os quais se destaca o Sector Rodoviário.

Focando-nos neste sector, este trabalho analisou quais os principais desafios financeiros

enfrentados pelos diferentes parceiros envolvidos numa PPP.

Numa primeira instância, e atendendo às críticas dirigidas às PPP nos últimos anos devido aos

elevados encargos suportados pelo sector público, analisámos o impacto das PPP do sector

rodoviário sobre as Finanças Públicas, tendo concluído que dos quatro tipos de parceria

efetuados apenas as de tipo I (concessão tradicional) são financeiramente vantajosas para o

Estado.

Numa segunda fase, preocupámo-nos com a questão do financiamento dos parceiros privados,

já que, face à dimensão dos projetos, é comum estes não disporem da capacidade financeira

necessária para a concretização do investimento necessário, daí que recorram frequentemente

a soluções de financiamento tal como o *Project Finance*.

Assim, e tomando a concessão das autoestradas da zona Oeste (A8 e A15) como estudo de

caso, analisámos a importância deste método de financiamento para o desenvolvimento e a

viabilização das PPP, concluindo que o Project Finance teve neste caso uma particular

utilidade, na medida em que permitiu a participação de empresas privadas que, de outra

forma, não teriam capacidade financeira para entrar num acordo deste género.

**Palavras-chaves: Parcerias** Público-Privadas. **Project** Finance. Investimento.

Endividamento.

Classificação JEL: G32, G38.

Ш

ISCTE Business School nstituto Universitário de Lisl

**ABSTRACT** 

The Portuguese Government, pressed to invest in infrastructure that promote the social and

economic development, has frequently faced conflicts between the shortage of financial

resources and the strategic importance of those investments. Thus, it has been increasingly

frequent in the last decades the use of Public-Private Partnerships (PPP) in several sectors

among which highlights the Road Sector.

Focusing on this sector, this study analyzed the main financial challenges faced by the

different partners involved in a PPP.

In a first analysis and taking into account the criticism addressed to the PPP in the last years

due to high expenses incurred by the public sector, we analyzed the impact of PPP in the

Road Sector on Public Finances and concluded that of the four types of partnership made only

type I (traditional concession) is financial advantageous to the State.

In a second analysis, we focused over the issue of private partners funding, once attended to

the project extent, it is common these do not have the financial capacity to achieve the

necessary investment, whereby they often use funding solutions such as the Project Finance.

Thus, taking the concession of highways of West Region (A8 and A15) as a case study, we

analyzed the importance of this funding method for development and viability of PPP,

concluding that, in this case, Project Finance had a particular utility once it allowed the

participation of private companies that otherwise would not have the financial capacity to take

part of an agreement of this kind.

Keywords: Public-Private Partnership. Project Finance. Investment. Indebtedness.

JEL Classification System: G32, G38.

Ш

# ÍNDICE

AGRADECIM	ENTOS	I
RESUMO		II
ABSTRACT		III
ÍNDICE DE F	IGURAS	VI
ÍNDICE DE T	ABELAS	VII
Índice de G	RÁFICOS	VIII
Lista de Ae	BREVIATURAS E SIGLAS	IX
1. Introd	UÇÃO	1
1.1. En	quadramento	1
1.2. Pro	oblemática	2
1.3. Ob	jetivos	3
1.4. Me	etodologia	3
2. REVISÃ	O DA LITERATURA	5
2.1. Pro	oject Finance	5
2.1.1.	Definição	5
2.1.2.	Breve Enquadramento Histórico	7
2.1.3.	Fases do Project Finance	11
2.1.4.	Vantagens do Project Finance	12
2.1.5.	Inconvenientes do Project Finance	15
2.1.6.	Riscos Associados ao Project Finance	17
2.2. Par	cerias Público Privadas	23
2.2.1.	Definição	23
2.2.2.	Tipologia	25
2.2.3.	Histórico das PPP	26
2.2.4.	Vantagens das PPP	27
2.2.5.	Inconvenientes das PPP	28
3. As Par	cerias Público Privadas no Sector Rodoviário Português	29
3.1. Int	rodução	29
3.2. En	quadramento Legal	30
3.3. A (	Constituição de uma PPP	31
3.4. Pro	oblemas Identificados	32
4. A IMPO	RTÂNCIA DAS PPP NO SECTOR RODOVIÁRIO EM PORTUGAL	34

4.1.	Introdução	34
4.2.	Investimentos efetuados	35
4.3.	Contas Públicas	37
4.4.	Conclusões	39
5. A l	MPORTÂNCIA DO <i>PROJECT FINANCE</i> NO SECTOR RODOVIÁRIO EM PORTUGAL (EST	UDO
DE CASO	D: AUTO-ESTRADAS DO ATLÂNTICO)	41
5.1.	Introdução	41
5.2.	O "Projeto"	42
5.3.	O Investidor	47
5.4.	Conclusões	54
6. BIE	BLIOGRAFIA	57
Anexo	1: Legislação relativa às PPP	68
Anexo	2: Encargos Líquidos do Estado relativamente às PPP entre 2000 e 2011	70
Anexo	3: Comparação entre o Investimento e os Encargos Líquidos incorridos entre 200	00 e
2011		71
Anexo	4: Encargos Líquidos estimados para o período de 2012 a 2040	72
Anexo :	5: Comparação entre o Investimento e os Encargos Líquidos Totais	73
Anexo	5: Alterações na Estrutura Acionista da AEA	74
Anexo	7: Utilização do passivo financeiro remunerado	75
Anexo	8: Demonstrações Financeiras da AEA (1999-2010)	76
Anexo	9: Informação Financeira da Abertis (1999-2011)	79
Anexo	10: Informação Financeira das Empresas de Construção com participações na AEA	. 80

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura simplificada de um <i>Project Finance</i> (Yescombe, 2002:8)
Figura 2 – Evolução do <i>Project Finance</i> por tipo de mercado e risco (Adaptado de Gatt
2008: 21)
Figura 3 – Classificações dos Riscos e respetiva mitigação (Gatti, 2008: 33)1
Figura 4 - Comparação entre o investimento público tradicional e as PPP (Schwartz
Corbacho e Funke, 2008: 87)
Figura 5 - Comparação entre a estrutura de uma concessão e de uma PFI (adaptado d
Yescombe, 2007: 9-10)

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Distribuição Geográfica e por Sector do valor global dos financiamentos em
regime de <i>Project Finance</i> em 2011 (Adaptado de Morrison (Ed.), 2012: 48)11
Tabela 2 – Benefício da alavancagem financeira (Yescombe, 2002: 14)
Tabela 3 - Redução de custos da entidade Pública pelo recurso ao financiamento em regime
de Project Finance (adaptado de Yescombe, 2007: 122)
Tabela 4 - Investimento e valor atualizado líquido (VAL) dos encargos líquidos (milões de
euros) das PPP no sector rodoviário português (DGTF, 2011)
Tabela 5 - Alguns indicadores das Finanças Públicas Portuguesas entre 2002 e 2012
(Adaptado de INE, 2006-2012)
Tabela 6 - Peso dos investimentos e dos encargos líquidos no PIB, na dívida pública e no
défice público português (adaptado de DGTF, 2011; INE, 2011 e 2012)
Tabela 7 - Tráfego médio diário da AEA (A8 e A15) entre 1999 e 2010 (adaptado de AEA,
2000-2010)
Tabela 8 – Principais caraterísticas da dívida contratada (adaptado de AEA, 2000-2010) 43
Tabela 9 - Debt to Capital Ratio da AEA do período de 1999 a 2010 (adaptado de AEA,
2000-2010; Helfert, 2001: 128-130)
Tabela 10 - Evolução do EBITDA e respetiva margem no período de 1999 a 2010 (adaptado
de AEA, 2000-2010)
Tabela 11 - Evolução da capacidade de autofinanciamento no período de 1999 a 2010
(adaptado de AEA, 2000-2010)
Tabela 12 - Principais indicadores financeiros consolidados da Brisa no período de 2002 a
2010 (adaptado de Brisa, 2003-2010)
Tabela 13 - Principais indicadores financeiros (individuais) da Brisa no período de 2002 a
2010 (adaptado de Brisa, 2003-2010)

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Valor global dos financiamentos em regime de <i>Project Finance</i> entre 2007 e 20	)11
(Adaptado de Morrison (Ed.), 2012: 42 e de Gatti, 2008: 23)	. 10
Gráfico 2 - Evolução do Investimento acumulado (em milhões de euros, estimados :	nos
respetivos casos base à data da contratação/adjudicação) com as PPP (DGTF, 2012)	. 29
Gráfico 3 – Encargos líquidos das PPP em milhões de euros (DGTF, 2011)	. 30

#### LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- AEA Auto-Estradas do Atlântico
- AEO Auto-Estradas do Oeste
- BOO Build-own-operate
- BOOT Build-own-operate-transfer
- BOT Build-operate-transfer
- BTO Build-transfer-operate
- DD Due Diligence
- DGTF Direcção-Geral do Tesouro e Finanças
- EP Estradas de Portugal
- EPC Engineering, Procurement and Construction
- GASEPC Gabinete de Acompanhamento do Sector Empresarial do Estado, Parcerias e

#### Concessões

- INE Instituto Nacional de Estatística
- IRS Interest Rate SWAP
- O&M Operação e Manutenção
- PFI Private Finance Initiative
- PIB Produto Interno Bruto
- PPP Parceria Público-Privada
- PPA Power Purchase Agreement
- ROE Return On Equity
- SCUT Sem Custo Para o Utilizador
- SPV Special-Purpose Vehicle
- TMD Tráfego Médio Diário
- VfM Value for Money
- VO Via-Oeste

### 1. Introdução

#### 1.1. **Enquadramento**

Qualquer país na definição das suas políticas internas deve defender um desenvolvimento sustentável, para que possa satisfazer as necessidades da geração atual, sem comprometer as gerações futuras. Neste âmbito, a Comissão Europeia, enquanto instituição que representa e defende os interesses da União Europeia, sustenta que para se obter um desenvolvimento sustentável é essencial o desenvolvimento de infraestruturas de qualidade. Assim, para dinamizar o seu crescimento económico e social de forma sustentável, os Governos necessitam de desenvolver as suas infraestruturas nos sectores da distribuição de água e sistemas sanitários, da energia, dos transportes e das comunicações (Comissão Europeia, 2012).

Neste sentido, os Governos são cada vez mais pressionados a investir em infraestruturas que permitam o desenvolvimento do país, existindo contudo um grande desvio entre os recursos financeiros necessários ao investimento e os recursos públicos disponíveis, o que impossibilita muitas vezes o investimento. Assim, como alternativa ao investimento público surgem as Parcerias Público-Privadas (PPP) que, tal como referem Greve e Hodge (citando Van Ham e Koppenjan, 2001: 598, in Osborne, 2010: 150), podem ser definidas como:

" (...) cooperação de longo prazo entre atores públicos e privados na qual conjuntamente desenvolvem produtos e serviços e partilham riscos, custos e recursos relacionados com esses mesmos produtos".

As PPP permitem assim o investimento nas infraestruturas necessárias ao desenvolvimento sustentável dos países, com um financiamento privado e uma menor disponibilização de recursos por parte do Estado. Neste contexto Portugal não é exceção, e ao longo das últimas décadas tem vindo a desenvolver diversos sectores com o recurso às PPP, nomeadamente o sector rodoviário, no qual se centra este trabalho de investigação.

Os investimentos realizados através de PPP têm normalmente uma grande necessidade de recursos financeiros, pelo que os próprios investidores privados acabam por ter de recorrer a financiamentos junto de instituições financeiras. Por norma, o método de financiamento que

<sup>&</sup>quot;(...) cooperation of some sort of durability between public and private actors in which they jointly develop products and services and share risks, costs and resources which are connected with these products".

mais se adequa a este tipo de investimentos é o *Project Finance*, pelo que quando se fala em PPP, regra geral está implícito um financiamento em regime de *Project Finance*.

Será neste contexto que se irá desenvolver este trabalho de investigação, com o enfoque nas Parcerias Público-Privadas no sector rodoviário português e no financiamento obtido neste tipo de investimentos.

#### 1.2. Problemática

Em Portugal o sector rodoviário tem sido amplamente desenvolvido com o recurso às PPP, mais especificamente através de concessões. Assim, o Governo adjudica uma concessão a uma entidade privada, ficando esta responsável pela construção, financiamento, operação e manutenção durante um determinado número de anos. Desta forma, e através das PPP, o Estado consegue reduzir substancialmente os montantes investidos no desenvolvimento do sector rodoviário, no entanto, existem concessões nas quais o Estado acaba por ter de efetuar pagamentos anuais aos parceiros privados.

Com a atual crise económica vivida em Portugal, que culminou com o resgate financeiro, muito se tem debatido sobre as finanças públicas, sendo as despesas com as PPP uma das grandes discórdias.

Assim, neste âmbito, há uma questão que se impõe: serão as PPP a solução mais adequada, do ponto de vista financeiro, para o desenvolvimento do sector rodoviário em Portugal?

Uma outra questão central às PPP centra-se no facto de o desenvolvimento das infraestruturas rodoviárias implicar investimentos bastante avultados, sendo que no caso das PPP cabe ao parceiro privado disponibilizar os recursos financeiros necessários. Desta forma, é comum associar as PPP a um financiamento em regime de *Project Finance*, sendo este um método de financiamento muitas vezes utilizado pelo parceiro privado para angariar os recursos financeiros necessários para o desenvolvimento do "Projeto"<sup>2</sup>.

Assim, será pertinente questionar ainda qual a razão para o parceiro privado optar por um método de financiamento com as características tão particulares como as de um *Project Finance*?

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> No âmbito deste trabalho de investigação, quando é feita a referência a "Projeto" entenda-se o esforço efetuado no desenvolvimento de um conjunto de atividades interrelacionadas e coordenadas, com a finalidade de construir e operar uma infraestrutura.

#### 1.3. Objetivos

Este trabalho de investigação terá como objetivo analisar o impacto que a opção de desenvolver o sector rodoviário português através das PPP, tem, em termos financeiros, para o Estado.

Fará ainda parte dos objetivos do presente trabalho de investigação analisar qual o papel e relevância do *Project Finance* para as empresas, no âmbito de uma participação numa PPP no sector rodoviário em Portugal, tendo como base o estudo de um caso (Auto-estradas do Atlântico).

#### 1.4. Metodologia

Sendo os objetivos acima descritos de diferente natureza, também a metodologia utilizada na prossecução de cada um deles será de carácter diversa.

Relativamente ao objetivo da análise do impacto que as PPP do sector rodoviário têm nas finanças públicas, a metodologia de investigação terá um teor quantitativo, centrando-se na comparação dos investimentos efetuados pelos parceiros privados com os encargos suportados pelo Estado, considerando ainda o peso destas duas componentes no âmbito das finanças públicas. Para tal, recorreu-se a fontes como a Direção Geral do Tesouro e Finanças e do Instituto Nacional de Estatísticas por forma a analisar-se os seguintes elementos: (i) informação histórica dos investimentos efetuados no sector rodoviário português, no âmbito das PPP; (ii) encargos suportados pelo Estado, com as PPP, entre o ano de 2000 e o ano de 2011; (iii) encargos futuros estimados; e (iv) alguns indicadores das finanças públicas, como o PIB, a capacidade/necessidade de financiamento e a dívida pública, no período de 2002 a 2012.

Relativamente ao segundo objetivo, sentiu-se a necessidade da exploração da temática através do recurso ao estudo de um caso, na medida em que esta se revela particularmente apropriada para *responder a questões de 'como' ou 'porquê'* (Carmo e Ferreira, 1998: 216, citando Yin, 1988) e para proceder à exploração do contexto em que se insere o fenómeno que se pretende estudar (Yeager, 2007, in Rain, Hildreth e Miller, 2007: 855-857).

A utilização da metodologia de estudo de caso aconselha a conjugação e triangulação de diferentes técnicas de recolha de dados (Yeager, 2007, in Rain, Hildreth e Miller, 2007: 857), por forma a permitir não só à descrição dos fenómenos, mas também a compreensão das

razões que estiveram na sua origem (Read e Marsh, 2002, in Marsh e Stoker, 2002: 232). Assim, irá recorrer-se à conjugação de técnicas de índole quantitativa, nomeadamente através da análise de alguns indicadores financeiros (rácio de endividamento, capacidade de autofinanciamento, EBITDA, entre outros) relativos à Auto-Estradas do Atlântico e seus acionistas, e de índole qualitativa, nomeadamente através da análise documental de documentação técnica.

#### 2. REVISÃO DA LITERATURA

#### 2.1. Project Finance

#### 2.1.1. Definição

"O Project Finance é um financiamento de grande alavancagem, sem recurso ou com recurso limitado, para a aquisição, desenvolvimento, construção, gestão e operação de um projeto específico no qual o método e a disponibilidade da dívida depende, principalmente, das receitas esperadas e da viabilidade técnica e económica do projeto, tendo como garantias os ativos e os compromissos que pertencem ao projeto, (...)"<sup>3</sup>. (Campbell, Scott e Martens, 2000: 29)

Tal como se depreende da anterior definição, o *Project Finance* é um método de financiamento com características próprias, que o distinguem dos métodos de financiamento tradicionais, sendo, como refere Yescombe (2002: 1), utilizado para o financiamento de grandes "Projetos" (entenda-se, "Projetos" com elevadas necessidades de capital), como forma de *aumentar o financiamento de longo prazo*, e por conseguinte reduzir o montante de capital a injetar pelos seus *sponsors*<sup>4</sup>. Assim, os *sponsors* utilizam este tipo de financiamento como forma de aumentar a alavancagem financeira<sup>5</sup> dos seus investimentos, pelo que o financiamento em regime de *Project Finance* representa normalmente entre 60 a 80% dos investimentos realizados no "Projeto", em contraste com os 20 a 40% de capitais próprios (Khan e Parra, 2003: 172).

O *Project Finance*, tal como referem Merna, Chu e Al-Thani (2010:12, citando Esty, 2004), implica a criação de uma empresa legal e economicamente independente dos seus *sponsors*, ou seja, um *special-purpose vehicle*<sup>6</sup> (SPV). Este SPV vai assim garantir que os ativos do Projeto estarão fora do balanço dos seus *sponsors*, não contaminando, nem sendo contaminado, pelos ativos dos *sponsors*. Assim, o "Projeto" não tem qualquer

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> "Project financing is the non-recourse or limited-recourse, high-leverage financing of the acquisition, development, construction, management, and operation of a specific project in which the method and availability of financing primarily depends on the revenues expected to be generated by, and the economic and technical viability of, the completed project, which is secured by the assets and undertaking pertaining to the project, (...)".

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Os *Sponsors* são as entidades que investem nos "Projetos", ou seja, são os subscritores do capital (acionistas).

<sup>5</sup> A alavancagem financeira consiste em utilizar o financiamento externo como forma de aumentar a

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> A alavancagem financeira consiste em utilizar o financiamento externo como forma de aumentar a rendibilidade dos capitais próprios (ROE). Grau de Alavanca Financeira = Resultados Operacionais / Resultados Antes de Impostos. (Helfert, 2001)

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> SPV – é uma entidade legalmente independente, criada pelos acionistas do Projeto para construir e operar o mesmo, estabelecendo contratos com todas as partes relacionadas com o Projeto (Fight, 2006: 10).

responsabilidade em responder às obrigações dos *sponsors* caso estes não tenham capacidade para tal. Por outro lado, também o recurso aos ativos dos *sponsors* é limitado ou inexistente, levando a que, caso o "Projeto" não tenha capacidade para cumprir com as suas obrigações, o recurso dos Bancos e restantes credores aos ativos dos *sponsors* é limitado ou inexistente.

É também de realçar o facto do reembolso do financiamento, contraído em regime de *Project Finance*, depender da *performance* operacional do SPV, ou seja, a dívida é garantida pelos *Cash-Flows* gerados pelo "Projeto". O SPV, sendo uma entidade criada no âmbito do "Projeto", para além de não possuir histórico de negócio, conta ainda com um elevado rácio de endividamento (comum às operações de *Project Finance*), pelo que, os Bancos necessitam de ter alguma segurança de que vão ser reembolsados. Assim, os Bancos necessitam de ter uma grande confiança no cumprimento da orçamentação e dos prazos do "Projeto", na capacidade técnica e operacional do mesmo e, acima de tudo, estarem seguros de que o *cash flow* gerado pelo "Projeto<sup>7</sup>" *cobre adequadamente o serviço de dívida*<sup>8</sup> (Yescombe, 2002: 13). Neste âmbito, a grande segurança dos Bancos serão os contratos, licenças, concessões e seguros, assinados/concedidos ao SPV, que permitem uma gestão de riscos efetiva, alocando os riscos aos respetivos *stakeholders* do "Projeto" (*sponsors*, Bancos, operadores, construtores, fornecedores de matérias primas, clientes, Estado, entre outros).

A figura 1 apresenta de forma simplificada a estrutura de um *Project Finance*, sendo possível identificar a relação existente entre o SPV (*Project Company*) e os diversos *stakeholders*. Com base nestas relações entre o SPV e os *stakeholders*, serão alocados os diversos riscos identificados.

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> É de salientar que por norma o "Projeto" tem uma vida finita, limitada pela vida útil dos ativos ou pelo prazo da concessão, pelo que os *cash flows* gerados até ao encerramento do "Projeto" terão que ser suficientes para reembolsar o capital e juros.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Serviço de Dívida: totalidade dos pagamentos de capital e juros, relativos ao financiamento, a reembolsar em cada período.

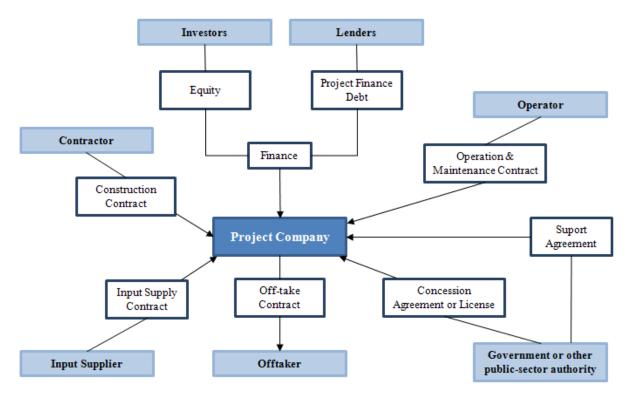


Figura 1 – Estrutura simplificada de um *Project Finance* (Yescombe, 2002:8)

#### 2.1.2. Breve Enquadramento Histórico

Tal como defendem diversos autores, o *Project Finance* não é uma técnica de financiamento recente, existindo diversos casos ao longo da história que remontam a investimentos realizados com recurso a um financiamento em regime de *Project Finance*. Assim, tal como sugerem Khan e Parra (2003: 38-91), o *Project Finance* apresentou uma evolução ao longo da história, adaptando-se às diferentes características de cada investimento, desenvolvendo técnicas que permitem minimizar o risco.

De acordo com Khan e Parra (2003: 40), o *Project Finance* terá sido utilizado pela primeira vez por volta do ano 1800 a.C.. Esta operação de *Project Finance* tinha como objetivo financiar a construção de navios, sendo que o financiamento era reembolsado consoante os proveitos obtidos pela exploração comercial desses navios.

Ao longo dos séculos surgem diversos outros investimentos com recurso a financiamento em regime de *Project Finance*, se bem que é no século XX que esta técnica de financiamento ganha maior preponderância. De acordo com Yescombe (2002: 6), é a partir de 1930 que o *Project Finance* passa a ser utilizado nos EUA para financiar diversos investimentos no sector

dos recursos naturais (minério, petróleo e gás), sendo que na década de 1970 esta tendência estendeu-se à Europa e aos países mais desenvolvidos do Pacífico.

Na década de 1970 os EUA presenciavam uma forte pressão nos preços da energia, pelo que registaram um aumento sem precedentes nos mesmos. Assim, como resposta a esta escalada dos preços da energia, foi aprovado em 1978 o *Private Utility Regulatory Act* ("PURPA"), que visava aumentar a eficiência energética, a promoção de fontes de energia alternativas e diversificar o sector energético. Este ato, teve uma grande importância não só no desenvolvimento do sector energético nos EUA, mas também no desenvolvimento da estrutura do *Project Finance*, introduzindo um novo entendimento da gestão de risco, com a introdução dos *Power Purchase Agreements* (PPA). O sucesso do investimento privado no sector energético dos EUA acabou por encorajar muitos outros países a desenvolver o sector energético com recurso ao capital privado, sendo hoje em dia uma prática recorrente, sobretudo nos países desenvolvidos (Khan e Parra, 2003: 75; Finnerty, 2007: 5.

Gatti (2008: 20) sugere que já nas décadas de 1980 e 1990 emergiram duas grandes tendências, que contribuíram para o desenvolvimento do *Project Finance*. A primeira tendência surge com o abrandamento dos investimentos nos países desenvolvidos, o que levou os investidores a virarem-se para os países em desenvolvimento. Deste modo, o *Project Finance* surge como uma técnica de financiamento que permitiu que estes países apresentassem um rápido desenvolvimento das suas infraestruturas básicas, com uma reduzida utilização de fundos públicos. A segunda tendência surge nos países desenvolvidos, onde o *Project Finance* começou a ser utilizado em investimentos com uma gestão do risco mais complexa e em investimentos promovidos pelo Estado, nos quais as receitas geradas são insuficientes para cobrir os custos de construção e/ou operação, tendo por conseguinte apoios do Estado através de subsídios.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> O PPA é um acordo para a venda de energia, efetuado entre a concessionária e o SPV (Khan e Parra, 2003: 221).

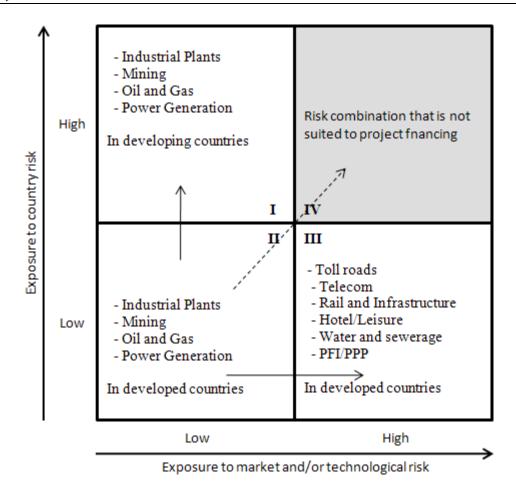


Figura 2 – Evolução do *Project Finance* por tipo de mercado e risco (Adaptado de Gatti, 2008: 21)

Relativamente aos dias de hoje, com base no gráfico 1, podemos concluir que o recurso ao financiamento em regime de *Project Finance* registou um significativo crescimento entre 2003 e 2011, sendo esta uma técnica de financiamento cada vez mais apetecível entre os investidores. Contudo, é de salientar a queda registada em 2009, a qual se ficou a dever à contração dos investimentos originada pelos efeitos da crise económico-financeira de 2008.



Gráfico 1 – Valor global dos financiamentos em regime de *Project Finance* entre 2007 e 2011 (Adaptado de Morrison (Ed.), 2012: 42 e de Gatti, 2008: 23)

Com o recurso à tabela 1, podemos concluir que em 2011 os países que mais se apoiaram no *Project Finance* para financiar os seus investimentos, foram a Índia, a Austrália, os EUA, a Rússia e a França que, conjuntamente, representam 52% do financiamento global em regime de *Project Finance*. Em Portugal, apesar de nos últimos anos terem sido efetuados diversos investimentos com recurso a esta técnica de financiamento, representa apenas 0,2% do valor Global.

Fazendo ainda uma análise sectorial, podemos observar, ainda na tabela 1, que o sector energético e o sector dos transportes foram aqueles que mais recorreram ao *Project Finance*, tendo em 2011 sido afeto a estes dois sectores 58% do financiamento global em regime de *Project Finance*.

Distribuição Geográfica e por Sector do valor global dos financiamentos em regime de Project Fincance em 2011

País	Milhões de US\$	Sector	Milhões de US\$
Índia	44.933,1	Energia	80.498,8
Austrália	24.814,1	Transportes	43.607,4
EUA	18.489,0	Petróleo e Gás	38.834,7
Rússia	11.302,4	Património e Lazer	15.439,1
França	11.289,6	Indústria	12.154,9
Portugal	508,8	Minério	10.822,6
Restantes paises da Ásia	33.664,1	Telecomunicações	5.314,0
Restantes paises da Europa	42.798,7	Petroquimica	4.614,8
Americas	19.894,2	Águas e Saneamento	997,2
África	5.786,0	Tratamento de Residuos	724,1
Restantes paises da Oceânia	6,9	Agricultura e Sivicultura	479,0
Total	213.486,7	Total	213.486,7

Tabela 1 – Distribuição Geográfica e por Sector do valor global dos financiamentos em regime de *Project Finance* em 2011 (Adaptado de Morrison (Ed.), 2012: 48)

#### 2.1.3. Fases do Project Finance

Geralmente, os financiamentos em regime de *Project Finance* contam com duas fases distintas, a fase de construção e a fase de operação. Estas duas fases têm características e riscos bastante distintos, pelo que também o *Project Finance* se apresenta distinto nestas duas fases, como forma de mitigar ao máximo os riscos.

A fase da construção será a primeira fase, a qual vai desde a estruturação do "Projeto" até ao momento em que este se encontra 100% operacional e capaz de iniciar atividade. Assim, durante esta fase os riscos existentes serão sobretudo relacionados com a capacidade do "Projeto" iniciar a operação, nas condições ideais e cumprindo o orçamento e prazos acordados. Relativamente ao financiamento, a fase de construção caracteriza-se por ser a fase em que os desembolsos são efetuados, existindo normalmente uma carência de capital (e em alguns casos carência e diferimento de juros<sup>10</sup>), justificada pelo facto de nesta fase o "Projeto" não gerar receitas.

Relativamente à fase de operação, esta inicia-se quando a fase de construção termina e o SPV começa a sua atividade e termina no final da vida do "Projeto", pelo que a extensão desta fase

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> Durante a construção o SPV não terá qualquer remuneração, uma vez que ainda não se encontra a operar, pelo que num financiamento em regime de *Project Finance* existe carência de capital e em alguns casos carência e diferimento de juros, de forma a efetuar uma correspondência entre os *cash flows* gerados pelo SPV e o serviço da dívida. (Khan e Parra, 2003)

depende da vida útil dos ativos ou do prazo da concessão. No que diz respeito ao financiamento, esta fase caracteriza-se por ser a fase em que SPV irá efetuar o reembolso da dívida, com base nos *cash flows* gerados pela sua atividade. Assim, os riscos associados a esta fase são essencialmente relacionados com situações que, ao se verificarem, podem condicionar o normal decurso da atividade e, por conseguinte, ter impacto nos *cash flows* gerados.

Desta forma, tal como sugerem Khan e Parra (2003: 4), os financiamentos em regime de *Project Finance* têm de estar bem estruturados, para que na fase de construção exista um controlo apertado entre os desembolsos da dívida e os pagamentos ao construtor, e na fase de operação exista também um controlo apertado entre os *cash flows* gerados e o reembolso da dívida.

#### 2.1.4. Vantagens do Project Finance

A opção por um financiamento em regime de *Project Finance* traz diversas vantagens para os seus *sponsors*, sendo que algumas das mais comuns são: o elevado grau de alavancagem, a segregação de ativos e passivos, o recurso dos Bancos aos seus ativos é limitado ou inexistente, a partilha de riscos e a maior equidade entre os *sponsors* (ou seja, possibilita que um *sponsor* de pequena dimensão consiga ter uma participação equivalente à dos seus parceiros).

Independentemente da localização geográfica, do sector de atividade ou até mesmo da localização temporal, uma característica comum a todos os investidores é a procura constante pela maximização da rendibilidade do capital investido (ROE). Deste modo, quanto maior for o investimento realizado, maiores terão que ser os resultados obtidos, de forma a atingir o ROE pretendido pelo investidor, pelo que quanto maior o investimento maior será o risco.

Assim, o aumento do grau alavancagem financeira do investimento pode ser visto como uma técnica para reduzir o risco do investidor e aumentar o ROE (ver tabela 2). Neste contexto, o *Project Finance* permite a obtenção de um grau de alavancagem elevado, uma vez que para além de supor níveis de endividamento elevados (normalmente a dívida varia entre 60 e 80% do investimento), tem ainda vantagem do facto de a dívida ser mais barata que o capital próprio. De salientar, que a dívida é mais barata do que o capital próprio porque os Bancos

exigem rendibilidades inferiores às exigidas pelos investidores<sup>11</sup> e, ao contrário dos dividendos, os juros são fiscalmente dedutíveis (Yescombe, 2002: 14-15).

Benefit of Leverage on Investors' Retu
--

	Low leverage	High leverage
Project cost	1.000	1.000
(a) Debt	300	800
(b) Equity	700	200
(c) Revenue from project	100	100
(d) Interest rate on debt (p.a.)	5%	7%
(e) Interest payable [(a)x(d)]	15	56
(f) Profit [(c)-(e)]	85	44
Return on Equity $[(f)\div(b)]$	12%	22%

Tabela 2 – Benefício da alavancagem financeira (Yescombe, 2002: 14)

Quando os investidores conseguem segregar os ativos e passivos de cada investimento, conseguem fazer uma análise individual de cada investimento e aferir acerca da sua rendibilidade individual, podendo deste modo tomar decisões suportadas por informação mais precisa. Assim, como refere Hoffman (2001: 74-78), o *Project Finance* (ao exigir a criação de um SPV específico para o "Projeto") apresenta a vantagem de permitir a segregação dos ativos e passivos deste mesmo "Projeto" relativamente aos outros investimentos.

Para além disto, com a criação do SPV, os *sponsors* que não têm uma posição de controlo sobre o "Projeto" não são obrigados a consolidar as contas do SPV, pelo que estes *sponsors* têm a grande vantagem de manter a dívida utilizada para financiar o "Projeto" fora dos seus próprios balanços, não aumentando assim os seus passivos financeiros e como tal beneficiam de melhores posições no mercado financeiro (pois o preço a que conseguem contratar dívida não será tão afetado). Para o *sponsor* que tem a posição de controlo esta vantagem não se verifica, uma vez que as normas internacionais são cada vez mais apertadas e obrigam à consolidação de contas.

O preço da dívida é em parte definido pelo perfil de risco da mutuária, pelo que muitas empresas acabam por ter de suportar *spreads*<sup>12</sup> elevados para se financiar, o que pode levar ao

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Os Bancos exigem rendibilidades inferiores à dos investidores porque o risco que irão assumir também será inferior. (Yescombe, 2002)

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Spread é a diferença entre a taxa de juros que as Instituições Financeiras cobram aos seus clientes e a que estas pagam na captação de fundos, ou seja, é o preço que cobram aos clientes por emprestar dinheiro.

abandono de alguns investimentos. Neste contexto, o investidor pode ter a vantagem de obter um financiamento em regime de *Project Finance*, uma vez que o SPV pode ter um perfil de risco melhor que o seu (por exemplo, se o SPV tiver um contrato que lhe permite vender toda a sua produção a uma empresa com um melhor perfil de risco que o dos seus *sponsors*, o seu perfil de risco pode sair beneficiado<sup>13</sup>), e como tal pode conseguir financiar-se a um preço inferior àquele a que se financiam os seus *sponsors*.

Uma das grandes vantagens do financiamento em regime de *Project Finance* é o facto de os credores terem um recurso limitado ou mesmo inexistente aos ativos dos *sponsors*, o que, como nos demonstra a história, tem levado a que cada vez mais sejam efetuados investimentos em sectores com maior risco. A estruturação de um *Project Finance* traz, assim, uma grande vantagem para o *sponsor*, pois este acaba por ter uma responsabilidade diminuta ou mesmo inexistente perante as obrigações do SPV, caso este não produza *cash flows* suficientes para fazer face às mesmas. Assim, caso os *cash flows* produzidos pelo SPV não sejam suficientes para fazer face ao serviço de dívida, o *sponsor* vê os seus ativos protegidos, sendo que os Bancos terão apenas como colateral<sup>14</sup> os ativos do SPV (Hoffman (2001: 12-17).

Como refere Fight (2006: 6), uma outra vantagem trazida pelo recurso limitado/inexistente dos Bancos aos ativos dos *sponsors* prende-se com o facto de que, deste modo, se o "Projeto" passar por dificuldades, os Bancos estarão interessados em colaborar para que sejam encontradas soluções (para que o "Projeto" não encerre), como forma de minimizarem as suas perdas.

Sendo o recurso aos ativos dos *sponsors* limitado ou inexistente e dependendo o pagamento do serviço da dívida dos *cash flows* gerados pelo SPV, uma das garantias para os Bancos acaba por ser a afetação de cada risco (através de contratos, licenças, concessões ou seguros) ao *stakeholder* que mais capacidade terá para o gerir. Desta forma, com um financiamento em regime de *Project Finance* os *sponsors* beneficiam do facto de terem de assumir menos risco, uma vez que parte dos riscos será assumido pelos restantes *stakeholders*. A partilha de riscos vem ainda aumentar as possibilidades de sucesso do "Projeto", uma vez que, com cada

<sup>14</sup> O colateral é os ativos entregues pelo credor (SPV), neste caso, aos Bancos, como garantia do pagamento da dívida. Caso o SPV entre em incumprimento os Bancos poderão executar o colateral, ou seja, ficarão com a titularidade dos ativos colateralizados.

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> Yescombe (2002: 16)

*stakeholder* a assumir parte do risco, estes também se irão empenhar no sucesso do "Projeto" (Hoffman, 2001: 77).

Tal como refere Yescombe (2002: 16-17), os "Projetos" são frequentemente desenvolvidos por um *sponsor* que tem a ideia, mas que tem uma fraca capacidade financeira, pelo que necessita de encontrar parceiros para investir. Deste modo, muitas vezes o *sponsor* que teve a ideia para o "Projeto" acaba por ver a sua posição neste diluída pela entrada de *sponsors* com maior poderio financeiro. Neste âmbito, um financiamento em regime de *Project Finance* traz uma grande vantagem para este tipo de *sponsors*, uma vez que a estrutura do *Project Finance* exige menos capital próprio (entre 20 e 40% do total do investimento), o que os leva a terem de entrar com menos fundos próprios para manterem no "Projeto" uma posição equivalente à dos restantes *sponsors*.

Por último, convém referir que o financiamento em regime de *Project Finance*, comparativamente com o financiamento tradicional, tem a vantagem de ter um prazo bastante mais alargado, sendo comum atingir prazos de 20 ou mais anos (Yescombe, 2002: 16).

### 2.1.5. Inconvenientes do *Project Finance*<sup>15</sup>

O *Project Finance* apesar de todas as vantagens que tem associadas, também apresenta pelas suas características alguns fatores que acabam por ser desvantagens para os *sponsors* do "Projeto", sendo de destacar as taxas de juro e comissões mais elevadas, a elevada supervisão por parte dos Bancos e o facto da estruturação da operação ser um processo mais lento e com custos mais elevados.

Num financiamento em regime de *Project Finance*, com o recurso aos ativos dos *sponsors* limitado e existindo como garantia do reembolso da dívida apenas os *cash flows* gerados e os ativos do SPV, os Bancos acabam por assumir um nível de risco superior, comparativamente com um financiamento tradicional. Contudo, dado que os Bancos não são entidades tomadoras de risco, o facto de assumirem mais risco irá ter um impacto negativo para o "Projeto", o qual terá que suportar taxas de juro e comissões mais elevadas.

-

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Hoffman (2001: 78-80)

Um dos grandes inconvenientes do *Project Finance* é a elevada supervisão por parte dos Bancos associada a esta técnica de financiamento. A visão dos Bancos passa por assumir um maior controlo sobre a *performance* operacional do "Projeto", uma vez que o pagamento do serviço da dívida depende dos *cash flows* gerados. Deste modo, os Bancos irão impor algumas restrições e o cumprimento de alguns testes (como por exemplo um rácio de cobertura do serviço de dívida mínimo)<sup>16</sup>. Desta forma, pode-se concluir que existe uma partilha do controlo do SPV com os Bancos.

Num financiamento em regime de *Project Finance* os Bancos encontram-se muito mais expostos ao risco, pelo que, como forma de mitigar o seu risco exigem que sejam efetuadas diversas *due diligences*<sup>17</sup> (DD financeira, DD técnica, DD legal, entre outros), como forma de obterem uma segurança adicional face aos riscos subjacentes ao "Projeto". Para além das *due diligences*, os Bancos exigem ainda que para os riscos passíveis de serem assegurados, sejam contratados os respetivos seguros. Desta forma, o *Project Finance* apresenta a desvantagem de ser bastante mais dispendioso para o SPV, uma vez que tanto os seguros como as *due diligences* serão encargos que terá de incorrer.

Por fim, importa referir que a partilha de riscos entre os diversos intervenientes, apesar de ser uma das vantagens do *Project Finance*, pode por vezes funcionar como um inconveniente. A partilha de riscos entre os diversos intervenientes exige que seja efetuada uma identificação exaustiva dos principais riscos, assim como do *stakeholder* que será mais adequado para suportar cada um destes riscos. Neste contexto, esta afetação de riscos é muitas vezes bastante complexa, levando a um período de negociações que pode ser longo. Deste modo, o *Project Finance* apresenta o inconveniente do processo de estruturação do "Projeto" ser por vezes bastante lento.

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Os testes dizem respeito essencialmente ao Rácio de Cobertura do Serviço de Dívida (RCSD) mínimo e ao Rácio de Cobertura da Vida do Empréstimo (RCVE) mínimo. Quanto às restrições, estas podem ser de vários tipos, no entanto, as mais comuns serão restrições ao abandono dos *sponsors*, ao investimento e à angariação de dívida adicional.

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Due Diligence é um processo de avaliação de um potencial investimento, sendo amplamente utilizado em operações de aquisição/venda de empresas, fusão de empresas, de *Project Finance*, entre outras. A *Due Diligence* pode ser efetuada em diferentes perspetivas, dependendo de que em a irá realizar (consultor técnico, consultor legal, consultor de mercado, entre outros).

#### 2.1.6. Riscos Associados ao Project Finance

O Risco é a questão central do *Project Finance*, uma vez que se trata de incertezas que podem alterar ou condicionar a capacidade do "Projeto" gerar *cash flows* suficientes para fazer face aos custos operacionais, ao serviço da dívida e aos dividendos. Deste modo, o sucesso do *Project Finance* depende em grande parte de uma boa gestão dos riscos (Gatti, 2008: 31-32). O processo de gestão de riscos é composto por 5 passos: (i) identificação dos diferentes riscos; (ii) avaliação de cada risco; (iii) afetação dos riscos ao *stakeholder* mais adequado; (iv) execução de um plano de ações que possam mitigar ou antecipar os riscos; e (v) monitorização e controlo (Merna, Chu e Al-Thani, 2010: 41, citando HM Treasury, 2004). De salientar ainda que este deve ser um processo dinâmico, uma vez que a qualquer altura da vida do "Projeto" poderão surgir novos riscos.

Tal como refere Fight (2006: 45-50), cada *stakeholder* do projeto tem uma perceção de risco diferente, podendo estar mais ou menos disposto a assumir o risco. Este fator pode ser decisivo na afetação do risco, uma vez que um risco pode ser visto como inaceitável para um dos participantes, mas pode ser visto como um risco passível de ser mitigado por outro participante.

Como sugere Gatti (2008: 32-33), os riscos associados a um *Project Finance* não deverão ser generalizados, pois cada "Projeto" terá um perfil de risco distinto. No entanto, poder-se-á classificar os riscos pelas duas fases que serão comuns à maioria dos "Projetos", a fase de construção e a fase de operação (ver figura 3).

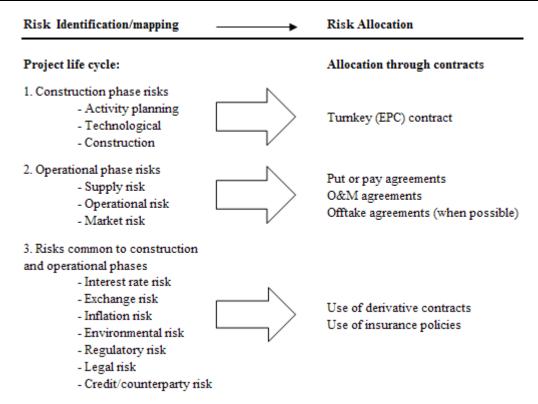


Figura 3 – Classificações dos Riscos e respetiva mitigação (Gatti, 2008: 33)

#### Riscos da fase de construção

Gatti (2008: 33-35) reconhece 3 grandes riscos na fase de construção, o risco de um mau planeamento, o risco tecnológico e o risco de construção. Para a construção de um "Projeto" terão que ser desenvolvidas várias atividades, que muitas vezes se encontram interligadas, pelo que, um mau planeamento do tempo e recursos a afetar a cada atividade pode conduzir a atrasos que poderão afetar o início de operação.

Por sua vez, o risco tecnológico está relacionado com a tecnologia utilizada no "Projeto". Em alguns sectores é necessária a utilização de componentes tecnologicamente mais complexas (como por exemplo no sector das energias renováveis), pelo que a escolha da tecnologia a instalar pode ser um risco. Por norma, na maioria dos "Projetos" é instalada uma tecnologia reconhecida e testada no mercado, pelo que o risco tecnológico será reduzido. No entanto, o objetivo dos *sponsors* passa pela maximização do lucro, pelo que por vezes a escolha recai sobre uma tecnologia mais recente e inovadora, a qual pode ainda não ter sido convenientemente testada, pelo que nestes casos o risco tecnológico será maior.

O sucesso da estrutura do *Project Finance* depende da geração de *cash flows* por parte do SPV, como tal, para produzir os *cash flows* o SPV necessita que a construção do "Projeto" se encontre finalizada e operacional. Desta forma, o risco de construção prende-se

essencialmente com atrasos na conclusão da construção (ou mesmo, num caso extremo, com a impossibilidade de construir), conclusão da construção de forma deficiente (condicionando a exploração operacional do "Projeto") e custos adicionais, ou seja, acontecimentos que têm um impacto negativo nos *cash flows* gerados.

Relativamente à afetação dos riscos da fase de construção, Gatti (2008: 45-48) salienta, que estes são normalmente alocados ao construtor, através do contrato de construção, que normalmente é um contrato chave-na-mão (EPC), no qual fica definido o custo da obra, a data de entrega da obra e a *performance* operacional do "Projeto". Assim, caso uma destas garantias não seja cumprida o construtor irá ter penalidades. No entanto, as penalidades impostas ao Construtor são por norma inferiores aos custos incorridos pelo SPV. De referir, ainda, que, por norma, quando a tecnologia utilizada no "Projeto" é nova, o construtor não garante o seu bom funcionamento. Contudo, os Bancos, para conceder o financiamento, exigem que o risco de construção esteja coberto na sua totalidade, pelo que normalmente na fase de construção o recurso aos ativos dos *sponsors* não terá limitações, ficando estes responsáveis por cobrir os riscos que estejam fora do âmbito do contrato chave-na-mão.

#### Riscos da fase de operação

Na fase de operação Gatti (2008: 35) distingue 3 tipos de risco, o risco de fornecedor, o risco operacional e o risco de mercado.

Dependendo do sector de atividade, o "Projeto" pode necessitar de uma matéria-prima, para poder desenvolver a sua atividade normal. Neste sentido, o risco centra-se numa possível falha do fornecedor da matéria-prima, o que poderá levar o SPV a ter de ir ao mercado e correr o risco de ter de adquirir matéria-prima por um preço superior ou a ter mesmo de reduzir a sua produção, com consequências negativas para o *cash flow* gerado. Tal como sugere Fight (2006: 65), uma das formas de mitigar este risco é através de um contrato com o fornecedor, no qual fica estabelecido que este irá fornecer uma determinada quantidade da matéria-prima, a um determinado preço.

O risco operacional, por sua vez, é verificado quando o "Projeto" tem todas as condições para funcionar a 100%, mas ou apresenta uma produção abaixo das suas capacidades ou apresenta custos adicionais para manter os níveis de produção que seriam esperados. A operação de grande parte dos "Projetos" necessita de conhecimentos técnicos específicos, pelo que normalmente são contratadas empresas especializadas para efetuar a operação do SPV. Deste modo o risco operacional pode ser mitigado através da celebração de um contrato de

Operação e Manutenção (O&M), no qual o SPV paga um preço fixo (e por vezes um bónus de produtividade) e o operador garante a manutenção e a operação, um nível de performance mínimo.

Por sua vez, o risco de mercado é o risco que o SPV incorre do facto do valor das vendas totais poder ser inferior às estimativas efetuadas, devido a um desvio de preço e/ou quantidade, afetando negativamente os *cash flows* do "Projeto". Este tipo de risco é normalmente mitigado através de contratos realizados com os clientes, que dependendo da atividade da empresa pode assumir diversas formas (*take-or-pay*<sup>18</sup>, *take-and-pay*<sup>19</sup>, entre outros), sendo que o objetivo passa sempre por vender a totalidade da produção (ou prestar um serviço) a um preço previamente fixado.

No âmbito deste trabalho de investigação, importa fazer referência aos "Projetos" desenvolvidos no âmbito de uma PPP, nos quais é atribuída uma concessão ao SPV. Em algumas destas concessões, o risco de mercado é eliminado através de um contrato assinado com o Estado (ou com a entidade pública designada para o efeito), no qual este garante um subsídio. No caso das concessões rodoviárias, muitas vezes fica acordado que estas serão gratuitas para os utilizadores, e por contrapartida o Estado concede um subsídio num montante, que por norma cobre no mínimo os custos operacionais, os custos financeiros e a remuneração dos *sponsors*.

#### Riscos Comuns a ambas as fases

Para além dos riscos que ocorrem especificamente em cada uma das fases do "Projeto", Gatti (2008: 35-45) identifica 8 riscos que poderão ocorrer em ambas as fases. Estes riscos serão: risco de taxa de juro, risco cambial, risco de inflação, risco ambiental, risco regulamentar, risco de país, risco legal e risco de contraparte.

O risco de taxa de juro está relacionado com a incerteza associada à sua evolução, pelo que é um risco que tanto os *sponsors* como os Bancos querem ver mitigado. Uma vez que o risco está relacionado com as variações que a taxa de juro possa sofrer, a forma de mitigar este

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> O contrato *take-or-pay*, é um contrato com a particularidade de o cliente ter sempre de efetuar um pagamento, ou seja, se o cliente comprar as quantidades definidas, paga o preço acordado, caso opte por não as adquirir o contrato prevê o pagamento duma compensação (Yescombe, 2002: 70).

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> O contrato *take-and-pay*, é um contrato que apenas estabelece o preço, sendo que o cliente apenas paga por aquilo que compra (Yescombe, 2002: 70).

risco é fixar a taxa de juro, o que pode ser conseguido através de alguns produtos financeiros (futuros, IRS<sup>20</sup>, entre outros).

Alguns "Projetos" efetuam no corrente desempenho da sua atividade transações em diferentes moedas, pelo que, nestes casos, está patente o risco cambial, ou seja, o risco de existirem flutuações cambiais entre as diversas moedas utilizadas. Tal como refere Gatti, a melhor estratégia de cobertura deste risco será sempre tentar ter todas as transações na mesma moeda, caso não seja possível, a opção pode passar pela contratação de um instrumento financeiro que cubra este risco (Gatti, 2008: 37).

A inflação é um aumento verificado nos preços dos bens e serviços, pelo que deste modo, o risco de inflação será o risco dos custos sofrerem um aumento e o SPV não ter a capacidade de repassar este aumento para as suas receitas. Este risco, apesar de afetar o SPV em ambas as fases, é na fase de operação que acaba por ter mais incidência. De referir que existem atualmente produtos financeiros que são usados para mitigar este tipo de riscos.

Cada "Projeto" dependendo do sector de atividade (com especial destaque para o sector energético e para o sector rodoviário, que normalmente apresentam mais efeitos negativos sobre o meio ambiente) e da sua localização, pode ter um maior ou menor impacto ambiental, pelo que o risco ambiental prende-se com possíveis custos que podem surgir pelo facto do "Projeto" ter um impacto ambiental negativo.

Para desenvolver um "Projeto" serão necessárias diversas licenças/concessões, que poderão ter prazos para serem requeridas e podem ter prazo para serem renovadas. Assim, o risco regulamentar prende-se com a possibilidade destas licenças/concessões não serem atribuídas, serem atribuídas com atraso ou serem canceladas, podendo levar em caso extremo ao encerramento do "Projeto".

O risco de país está relacionado com a instabilidade política que se pode manifestar de diversas formas, com consequências negativas para o SPV. Este risco pode ser mitigado através de acordos com o Governo ou através de seguros que existem para o efeito.

Quanto ao risco legal, este refere-se à possibilidade de as ações realizadas pelo SPV irem contra aquilo que está estabelecido na legislação do país, podendo originar processos judiciais contra o SPV. Este risco pode ser mitigado pela análise efetuada pelos advogados às diversas situações, onde possam existir divergências ou dúvidas relativamente ao que está estabelecido na lei.

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Interest Rate SWAP – instrumento financeiro que permite por exemplo trocar uma taxa de juro variável por uma taxa de juro fixa.

Por fim, o risco de contraparte está relacionado com o risco associado à possibilidade de incumprimento por parte de um dos *stakeholders*, pelo que os intervenientes escolhidos para fazer parte do "Projeto" devem ser entidades às quais seja reconhecido um reduzido risco de crédito/incumprimento.

#### 2.2. Parcerias Público Privadas

#### 2.2.1. Definição

"Parcerias Público-Privadas (PPP) são alianças de longo prazo formadas entre o sector privado e os órgãos públicos, muitas vezes com o objetivo de explorar os recursos do sector privado e a sua experiência na prestação de serviços públicos. Nas PPP, recursos e riscos são partilhados entre o sector público e privado com a finalidade de desenvolver infraestruturas públicas que melhorem a prestação dos serviços públicos" (Chinyio e Gameson, 2009, citando Norment, 2002, *in* Akintove e Beck, 2009: 3).

Como se depreende pela anterior definição, uma Parceria Público Privada (PPP) é um contrato de longo prazo estabelecido entre uma entidade pública e uma entidade privada, com o principal objetivo de desenvolver infraestruturas (no sector dos transportes, distribuição de água, saúde, educação, telecomunicações, energia, entre outros) que permitam o fornecimento de serviços públicos.

As PPP são desenvolvidas de forma a que os diversos riscos identificados (idênticos aos riscos associados ao *Project Finance*) sejam alocados à parte (pública ou privada) que terá melhores condições para os gerir. Desta forma, a entidade pública irá definir o tipo de serviços que a infraestrutura terá que servir, podendo estabelecer critérios de qualidade e de abrangência, cabendo à entidade privada o *design*, a construção, o financiamento e a operação da infraestrutura. Por outro lado, ao assumir estas responsabilidades, a entidade privada irá obter receitas durante a duração do contracto de PPP, que se espera serem suficientes para suportar os custos de financiamento e a rendibilidade do investimento. De salientar, que estas receitas são obtidas por via de pagamentos efetuados ou pela entidade privada, ou pelos utilizadores dos serviços prestados (Yescombe, 2007: 3-5).

Como referem Chinyio e Gameson (*in* Akintoye e Beck, 2009: 6), uma PPP pressupõe que a entidade privada seja responsável pelo *design*, construção, financiamento e operação da infraestrutura, no entanto, nenhuma empresa terá internamente os recursos necessários para cumprir com tudo isto. Desta forma, a entidade privada é normalmente um consórcio de

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> "Public-private partnerships (PPPs) are long-term alliances formed between the private sector and public bodies often with the aim of exploiting the private sector's resources and expertise in the provision and delivery of public services. In PPP schemes, resources and risks are shared between the public and private sectors for the purpose of developing a public facility to enhance the delivery of public services"

empresas que se complementam, formado através de um SPV. Será assim o SPV que ficará responsável pelo *design*, construção, financiamento e operação da infraestrutura, estabelecendo os diversos contratos necessários (incluindo o contrato de PPP).

A grande maioria das PPP tem implícita a necessidade de um grande investimento financeiro, surgindo desta forma o *Project Finance*, como uma técnica de financiamento amplamente utilizada nas PPP. Tal como refere Yescombe (2007: 120-123), o *Project Finance* no âmbito das PPP apresenta diversas vantagens tanto para a entidade privada (referidas quando foram abordadas as vantagens do *Project Finance*) como para a entidade pública. No que diz respeito à entidade pública, esta obtém quatro grandes benefícios pelo recurso ao financiamento em regime de *Project Finance*: redução de custos (ver tabela 3), a oportunidade de desenvolver mais PPP (o *Project Finance* permite que mais investidores privados tenham oportunidade de entrar em PPP), a participação dos Bancos (o que tem associado um maior controlo e uma identificação mais precisa dos riscos associados) e uma maior transparência (as características/exigências de um *Project Finance* conduzem a uma mais fácil monitorização).

Effect of leverage on the Service Fees

	Low leverage	High leverage
Project cost	1.000	1.000
(a) Debt	300	800
(b) Equity	700	200
(c) Return on equity required [(b)x15%]	105	30
(d) Interest rate on debt (p.a.)	5%	7%
(e) Interest payment [(a)x(d)]	15	56
Revenue required* [(c)+(e)]	120	86

<sup>\*</sup> Service Fees paid by the Public Authority

Tabela 3 – Redução de custos da entidade Pública pelo recurso ao financiamento em regime de *Project Finance* (adaptado de Yescombe, 2007: 122)

Schwartz, Corbacho e Funke (2008) salientam que as PPP podem ser vistas como uma alternativa encontrada pelo sector público para suprir as necessidades públicas no que respeita a infraestruturas. Tal como se pode observar na figura 4, o sector público, através das PPP, consegue eliminar alguns riscos e reduzir o esforço financeiro de curto prazo.

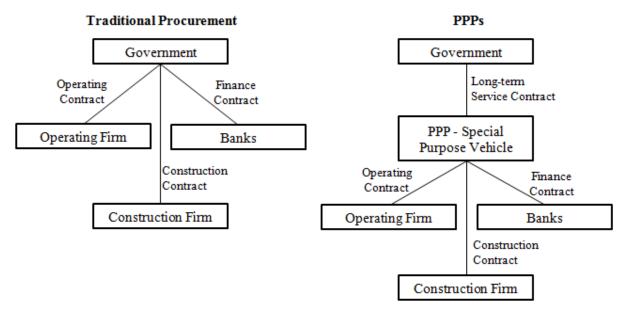


Figura 4 – Comparação entre o investimento público tradicional e as PPP (Schwartz, Corbacho e Funke, 2008: 87)

As PPP surgem assim como uma alternativa para o sector público financiar a construção e operação de infraestruturas, pois tal como refere Gerrard (2001), através da transferência de riscos para o sector privado e dos incentivos obtidos pela entrega de serviços públicos de qualidade durante um longo prazo pelo sector privado, o sector público garante um melhor *Value for Money*<sup>22</sup> (VfM).

#### 2.2.2. Tipologia

Yescombe (2007: 3-13) identifica diversas formas de cooperação entre o sector público e o sector privado, contudo refere que apenas duas dessas formas, a Concessão e a *Private Finance Initiative* (PFI), podem ser consideradas PPP. Em ambas as formas a entidade privada é responsável pelo *design*, construção, financiamento e operação da infraestrutura. Neste contexto, a grande diferença entre uma Concessão e uma PFI está no pagamento pela utilização dos serviços prestados, sendo que na PFI o pagamento é efetuado pela entidade pública, ao passo que na Concessão o pagamento é efetuado pelo utilizador (ver figura 5). De referir, que em alguns países apenas a PFI é considerada uma PPP, sendo feita desta forma

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Value for Money está relacionado com a obtenção do máximo benefício com os recursos disponíveis, ou seja, trata-se de encontrar o equilíbrio entre economia, eficiência e eficácia (Improvement Network, 2012).

uma clara distinção para as Concessões, contudo no âmbito deste trabalho de investigação iremos referir-nos a ambas como PPP.

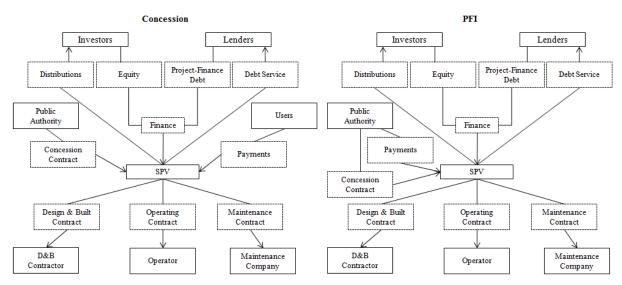


Figura 5 – Comparação entre a estrutura de uma concessão e de uma PFI (adaptado de Yescombe, 2007: 9-10)

Yescombe (2002: 9-11) refere, ainda, que o contrato de PPP pode assumir 4 tipos diferentes, *Build-own-operate-transfer* (BOOT), *Build-operate-transfer* (BOT), *Build-transfer-operate* (BTO) e *Build-own-operate* (BOO). Num BOOT, o SPV constrói a infraestrutura, será o seu proprietário e irá operá-la (obtendo daí a sua remuneração) durante um período de tempo findo o qual irá transferir a propriedade para a entidade pública. A BOT é semelhante à BOOT, contudo o SPV em nenhum momento será o proprietário da infraestrutura, tendo apesar disso o direito a operá-la. A BTO é, também, semelhante à BOT, contudo a entidade pública apenas terá a propriedade da infraestrutura após esta estar construída. Por fim, na BOO a propriedade da infraestrutura pertencerá sempre ao SPV.

#### 2.2.3. Histórico das PPP

Yescombe (2007: 2-11) refere que o termo "public-private partnership" teve a sua origem nos EUA, nas décadas de 1950 e 1960, com a cooperação entre o sector público e o sector privado a permitir o desenvolvimento de infraestruturas no sector da educação, água, energia, entre outros. No entanto, o conceito de cooperação entre o sector privado e o sector público no

desenvolvimento de infraestruturas destinadas à prestação de serviços públicos é já bastante antigo.

No século XVII, em França, verificou-se o recurso ao capital privado para a construção de infraestruturas públicas (os canais). Já durante os séculos XVIII e XIX, no Reino Unido, diversos investidores privados financiaram a construção de infraestruturas públicas, nomeadamente estradas e pontes.

No entanto, Greve e Hodge (*in* Osborne, 2010: 150-152) referem que é a partir da década de 1990 que se inicia o grande fenómeno das PPP, tendo como grande expoente o Reino Unido, onde em 2008 eram desenvolvidas cerca de 625 PPP.

Atualmente a maioria dos países recorrem a PPP para desenvolver as suas infraestruturas, não sendo Portugal uma exceção, visto que de acordo com a DGTF (2011) contava a Agosto de 2011 com 116 PPP (sendo que algumas ainda se encontram em fase de construção).

### 2.2.4. Vantagens das PPP

Cada PPP tem características particulares, dependendo das especificações do contrato assinado entre a entidade pública e a privada, contudo existem algumas vantagens que se podem identificar na maioria das PPP.

Uma das vantagens que está implícita à maioria das PPP é a afetação dos riscos à parte que mais capacidade terá para os gerir. Desta forma, a entidade pública consegue eliminar riscos (construção, operação, entre outros) que teria alguma dificuldade de gerir, por não ter a experiência e o *konw-how* necessários. Por outro lado, como já foi referido, a entidade privada (SPV), consegue também eliminar alguns riscos através da estruturação do *Project Finance* (caso seja esta a técnica de financiamento escolhida), conseguindo, ainda, em alguns casos, eliminar o risco de mercado, sendo este risco assumido pela entidade pública (Chinyio e Gameson, *in* Akintoye e Beck, 2009: 10-12).

De acordo com Chinyio e Gameson (*in* Akintoye e Beck, 2009: 10), um dos grandes benefícios para o sector privado prende-se com o facto de que, com as PPP, "Projetos" que antes eram controlados pelo sector público passam a estar abertos ao investimento privado.

Merna, Chu e Al-Thani (2010: 4-5) salientam os benefícios para o sector público obtidos pelo envolvimento do sector privado que, com a sua experiência, *know-how* e inovação consegue obter uma redução de custos, uma maior eficiência e um melhor *Value for Money*.

De referir, por fim, que as PPP permitem ao sector público aliviar a pressão sobre o seu próprio Orçamento, uma vez que o financiamento passa a ser uma responsabilidade do sector privado. Com isto, o sector público pode ainda *multiplicar o número de iniciativas que é possível promover a cada momento* (Secretário de Estado do Tesouro e das Finanças, 1996).

#### 2.2.5. Inconvenientes das PPP

Não obstante todas as vantagens, as PPP também apresentam alguns inconvenientes que, em alguns casos, podem levar o sector público a não entrar num contrato deste tipo.

As PPP pressupõem a criação de um SPV (entidade privada), o que, por vezes pode ser bastante complexo, com os diversos *stakeholders* a terem objetivos distintos (Merna, Chu e Al-Thani, 2010: 5). Deste modo, muitas vezes as PPP acabam por ser mais dispendiosas e ter um processo de negociação bastante longo, acabando por prejudicar o desenvolvimento da infraestrutura.

Com as PPP, o sector público tem a grande desvantagem de perder o controlo sobre a gestão da infraestrutura, a qual passa para o sector privado. Assim, enquanto a entidade privada for responsável pela operação da infraestrutura pública, a entidade pública terá o seu controlo sobre a mesma limitado (PricewaterhouseCoopers, 2005: 29-30).

Para fazer face ao investimento necessário para desenvolver a infraestrutura, dada a elevada necessidade de recursos financeiros, será necessário recorrer ao financiamento externo (normalmente em regime de *Project Finance*), contudo, uma entidade privada terá um custo da dívida superior ao que terá uma entidade pública. Deste modo, uma infraestrutura pública desenvolvida através de uma PPP irá ter custos financeiros mais elevados (PricewaterhouseCoopers, 2005: 30-32).

Por fim, tal como Chinyio e Gameson (*in* Akintoye e Beck, 2009: 13-14) referem, um dos grandes inconvenientes das PPP reside no facto de por vezes a entidade privada não ter experiência nem *know-how* relativamente ao desenvolvimento de infraestruturas públicas através de PPP, o que pode conduzir a atrasos ou mesmo a custos mais elevados.

## 3. AS PARCERIAS PÚBLICO PRIVADAS NO SECTOR RODOVIÁRIO PORTUGUÊS

# 3.1. Introdução

Tal como outros países, também Portugal tem vindo ao longo dos anos a recorrer às PPP, o que permite num quadro de restrição orçamental manter o investimento para o desenvolvimento de diversas infraestruturas públicas. O investimento realizado por PPP registou um significativo crescimento entre 2005 e 2010<sup>23</sup>, ano em que o investimento total acumulado atingiu os 36,5 biliões de euros (Gráfico 2). O sector rodoviário, que é alvo deste trabalho de investigação, apresenta-se como o sector que mais recorre a PPP para o desenvolvimento dos serviços públicos prestados. No sector rodoviário existem atualmente cerca de 23 PPP (dum total de 116 PPP), totalizando um investimento total de 12,7 mil milhões de euros<sup>24</sup> (DGTF, 2011).

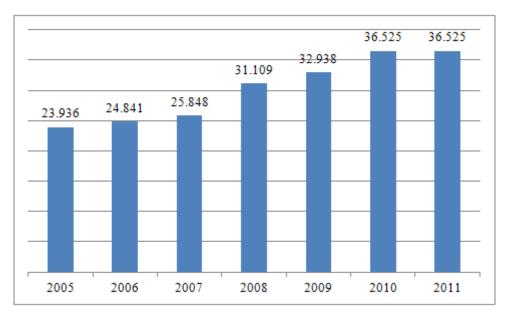


Gráfico 2 – Evolução do Investimento acumulado (em milhões de euros, estimados nos respetivos casos base à data da contratação/adjudicação) com as PPP (DGTF, 2012)

Com as PPP, o financiamento para a construção das infraestruturas, necessárias à prestação de um serviço público de qualidade, passa a ser responsabilidade do sector privado, pelo que na fase inicial o investimento financeiro por parte do Estado será reduzido ou nulo. No entanto, ao entrar numa PPP, muitas vezes o Estado tem encargos futuros, caso seja ele a assumir parte ou mesmo a totalidade do risco de mercado. No que se refere ao sector rodoviário português

-

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> O valor acumulado dos investimentos não se alterou entre 2010 e 2011, uma vez que, com a crise económico-financeira que o país atravessa, o Governo decidiu não entrar em novas PPP.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Valor estimado à data da contratação/adjudicação.

existem as denominadas SCUT, nas quais o utilizador não tem custos, pelo que cabe ao Estado fazer um pagamento à entidade privada, com a qual assinou a PPP, de modo a compensar os custos operacionais, os custos financeiros e a remuneração do investidor. Neste contexto, da mesma forma que tem crescido o investimento realizado por PPP, também os encargos suportados pelo Estado têm vindo a crescer (gráfico 3), mais uma vez, com o sector rodoviários a ter um peso significativo, atingindo em 2011 os 1,5 biliões de euros de encargos líquidos (representa 83% dos 1,8 biliões de euros de encargos totais).

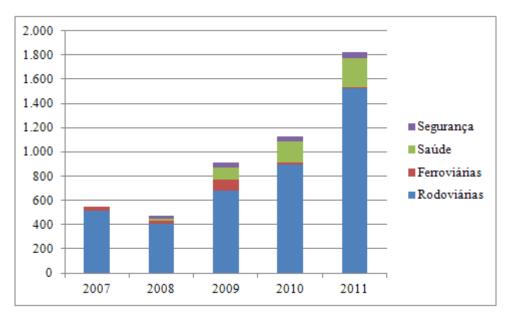


Gráfico 3 – Encargos líquidos das PPP em milhões de euros (DGTF, 2011)

#### 3.2. Enquadramento Legal

Relativamente à legislação aplicável, esta faz o seguinte entendimento do que é uma PPP:

"(...) 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." (nº 1, artigo 2º, DL nº 86/2003)

Uma PPP prevê a cooperação de diversas entidades com objetivos distintos, pelo que se torna imprescindível um quadro legal que possa regular os conflitos que possam existir e estabelecer as "regras de jogo".

Em 2001, a Lei de Enquadramento Orçamental (Lei nº 91/2001, alterada pela Lei nº 48/2004) vem pela primeira vez estabelecer várias obrigações relativas ao Orçamento de Estado, sempre que seja elaborada uma PPP. Esta lei vem estabelecer que o recurso a uma PPP deverá estar sujeito a uma análise de *Value for Money*.

Apesar da Lei nº 91/2001 fazer referência às PPP, não vem definir as medidas necessárias, sendo apenas em 2003 publicadas as normas gerais das PPP, com o Decreto-Lei nº 86/2003 (alterado pelo Decreto-Lei nº 141/2006). Este Decreto-Lei vem assim definir as "normas gerais aplicáveis à intervenção do Estado na definição, concepção, preparação, concurso, adjudicação, alteração, fiscalização e acompanhamento global das parcerias público-privadas." (artigo 1º, DL nº 86/2003).

Será de salientar que para além da regulamentação geral das PPP existe ainda regulamentação específica com o objetivo de complementar as especificidades individuais de alguns sectores (ver Anexo 1).

Neste contexto, é de referir o Decreto-lei nº 380/2007, que veio redefinir o modelo de desenvolvimento das infraestruturas rodoviárias, sendo neste diploma atribuído à Estradas de Portugal (EP) a "concessão do financiamento, concepção, projeto, construção, conservação, exploração, requalificação e alargamento da rede rodoviária nacional" (artigo 1º, DL nº 380/2007). Assim, as novas concessões passam a ser subconcessões da EP, devendo esta manter o respetivo Estado "permanentemente informado sobre as condições do lançamento e da contratação de cada parceria público-privada por si promovida" (nº 1, artigo 5º, DL nº 380/2007).

# 3.3. A Constituição de uma PPP

A constituição de uma PPP parte de uma iniciativa pública, com um procedimento legal definido no Decreto-lei 141/2006. Desta forma, quando existe a pretensão de iniciar uma PPP o Ministério das Finanças deve ser informado, de forma a ser constituída uma comissão de acompanhamento, que terá a função de estudar e avaliar a proposta. A comissão de acompanhamento irá emitir um relatório, num prazo máximo de 60 dias, no qual serão

analisados todos os pressupostos subjacentes à proposta<sup>25</sup>, tendo em conta os objetivos do Governo e maximização do seu impacto positivo na economia.

Após o relatório da comissão de acompanhamento é elaborado um despacho conjunto do Ministério das Finanças e da tutela sectorial, o qual inclui a decisão de lançamento da PPP e as respetivas condições. É então designada uma comissão de avaliação com o intuito de avaliar quantitativamente os encargos para o Estado e o impacto potencial dos riscos afetos ao mesmo, de cada proposta (referente a cada parceiro privado concorrente). A comissão de recomendação irá então submeter ao Ministério das Finanças e à tutela sectorial um relatório com uma recomendação relativamente à decisão a ser tomada. Por fim, a adjudicação será efetuada mediante despacho conjunto do Ministério das Finanças e da tutela sectorial.

#### 3.4. Problemas Identificados

As PPP no sector rodoviário possibilitaram a realização de investimentos sem o Estado ter de despender recursos na sua concretização, contudo, durante o período de concessão o Estado tem encargos a suportar. Estes encargos referem-se essencialmente, à responsabilidade que o Estado tem em substituir os utilizadores no pagamento pelo serviço prestado (caso das SCUTs). Neste contexto, os encargos líquidos esperados para 2011 com as PPP do sector rodoviário cifravam-se nos 1,2 biliões de euros, contudo, essencialmente devido aos reequilíbrios económicos e financeiros (clausula vigente em alguns contratos de PPP, que possibilita a revisão dos valores contratados com o Estado sempre que um objetivo ou norma contratual não sejam cumpridos), os encargos líquidos de 2011 atingiram os 1,5 biliões de euros.

Convém salientar que Portugal atravessa uma grave crise económica e financeira, tendo em 2011 registado um défice (provisório) de 4,2% do PIB e uma dívida pública de 107,8% do PIB (INE, 2012). Face a este cenário e num contexto de ajuda externa (no primeiro semestre de 2011 Portugal recorreu a um resgate financeiro de 78 biliões de euros), têm vindo a ser implementadas severas medidas de austeridade, com cortes orçamentais em diversas áreas.

Assim, atendendo às dificuldades que o país atravessa, tornando-se imperativo cumprir o plano de austeridade, um desvio de aproximadamente 300 milhões de euros (0,2% do PIB)

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Os pressupostos incluem o posicionamento do sector privado face à parceria em estudo e a identificação de potenciais interessados.

nos encargos com as PPP levou a que muitos dos críticos das PPP se insurgissem de novo contra as mesmas.

De referir ainda que, no âmbito do resgate financeiro a Portugal, foi publicado em Maio de 2011 o Memorando da Troika, no qual ficaram definidas linhas gerais das politicas a serem seguidas por Portugal, não tendo as PPP sido esquecidas, estando prevista uma avaliação dos principais contratos.

Por fim, será de salientar que no final de 2011, como medida para reduzir os encargos com as PPP do sector rodoviário, o Governo anunciou o fim de todas as SCUTs, passando estas a ser portajadas.

#### 4. A IMPORTÂNCIA DAS PPP NO SECTOR RODOVIÁRIO EM PORTUGAL

# 4.1. Introdução

Portugal tem neste momento 14 autoestradas em fase de exploração e 8 em fase de construção, que são desenvolvidas através de contratos de PPP. Contudo, a forma de contratação destas 22 autoestradas não é uniforme em todas elas, identificando-se 4 tipos de acordos distintos, que se diferenciam pelo serviço prestado e pela remuneração do parceiro privado:

- I) Concessão tradicional neste tipo de concessão a remuneração do parceiro privado provém das portagens reais cobradas aos utentes, não tendo assim o Estado qualquer encargo. São exemplos deste tipo de acordo as concessões da Brisa, Oeste, Lusoponte, Douro Litoral e Litoral Centro.
- II) SCUT estas concessões não têm qualquer custo para o utilizador, cabendo ao Estado, através da EP, efetuar o pagamento pelo tráfego verificado. De salientar que, o Estado decidiu terminar este tipo de concessão em finais de 2011, passando os parceiros privados a serem pagos por disponibilidade (ver tipo III). Eram exemplos deste tipo de acordo (até finais de 2011) as concessões Beira Interior, Algarve, Interior Norte e Beira Litoral e Alta.
- III) Ex-SCUT concessão na qual o parceiro privado entrega à EP as portagens cobradas ao utilizador, recebendo depois dois pagamentos, por disponibilidade (mediante a disponibilidade verificada na autoestrada) e pelo serviço prestado na cobrança de portagens (para suportar os custos de investimento e de O&M com os pórticos de cobrança). São exemplos deste tipo de acordo as concessões do Grande Porto, Norte Litoral, Costa de Prata, Norte e Grande Lisboa.
- IV) Subconcessões as subconcessões estão integradas no Decreto-lei nº 380/2007, no qual a concessão é entregue à EP. Nas subconcessões o parceiro privado recebe nos troços com portagens reais o pagamento efetuado pelos utilizadores e, nos troços sem portagens reais recebe dois pagamentos: por disponibilidade da via e pelos serviços prestados (indexado ao tráfego). De referir que, as subconcessões (Pinhal Interior, Douro Interior, Litoral Oeste, Baixo Tejo, Baixo Alentejo, Algarve Litoral, Transmontana e Túnel do Marão) encontram-se todas em fase de construção.

#### 4.2. Investimentos efetuados

O desenvolvimento de infraestruturas rodoviárias pode ser visto como um fator potenciador da economia, uma vez que permite a deslocação de pessoas e bens, criando rotas comerciais, no entanto, trata-se de um investimento bastante avultado e o Estado, com as pressões orçamentais, acaba por não ter capacidade financeira para realizar o investimento. Neste sentido, desde 1995 que o Estado Português tem recorrido às PPP para desenvolver o sector rodoviário, tendo desde então adjudicado 22 autoestradas (ver tabela 4), num total de 4.403 km, cujo investimento acende a um total de 15,3 mil milhões de euros (valores de 2011).

		Início da	Prazo		Investimento	VAL Encargos
Concessão	Concesionário	Concessão	(anos)	Km	(M €)*	Líquidos (M €)**
	Lusoponte - Conc. para a Travessia do					
Lusoponte	Tejo em Lisboa, SA	1995	30	17	1.263	6
Norte Ascendi	Norte – Auto Estradas do Norte, SA	1999	36	175	1.174	1.140
Oeste	Auto-Estradas do Atlântico, SA	1999	30	85	605	17
	Scutvias – Auto-Estradas da Beira					
Beira Interior (IP2/IP6)	Interior ,SA	1999	30	178	839	676
Brisa	Brisa - Auto-Estradas de Portugal, SA	2000	35	1.089	2.687	-429
	Ascendi Costa de Prata – Auto					
Costa de Prata (IC1/IP5)	Estradas da Costa de Prata, SA	2000	30	110	416	134
	Euroscut – Sociedade Concessionária					
Algarve (IC4/IP1)	da SCUT do Algarve, SA	2000	30	127	296	50
	Norscut – Concessionária de Auto-					
Interior Norte (IP3)	Estradas, SA	2000	30	158	654	1.284
	Ascendi Beiras Litoral e Alta – Auto					
Beiras Litoral e Alta (IP5)	Est. das Beiras Litoral e Alta, SA	2001	30	173	894	1.074
	Euroscut Norte - Soc. Concessionária					
Norte Litoral (IP9/IC1)	da SCUT do Norte Litoral, SA	2001	30	111	396	64
	Ascendi Grande Porto – Auto Estradas					
Grande Porto (IP4/IC24)	do Grande Porto, SA	2002	30	56	591	907
Litoral Centro	Brisal – Auto-estradas do Litoral, SA	2004	30	92	625	0
	Ascendi Grande Lisboa – Auto					
Grande Lisboa	Estradas da Grande Lisboa, SA	2007	30	67	189	281
	AEDL – Auto-Estradas do Douro					
Douro Litoral	Litoral, SA	2007	27	129	817	11
	Auto-Estradas XXI –					
AE Transmontana	Subconcessionária Transmontana, SA	2008	30	186	549	855
	Ascendi Douro – Estradas do Douro,					
Douro Interior	SA	2008	30	250	657	1.259
Tunel do Marão	Auto Estrada do Marão, SA	2008	30	30	357	180
	SPER - Soc. Port. para a Construção e					
Baixo Alentejo	Exploração Rodoviária, SA	2009	30	344	395	551
Baixo Tejo	VBT – Vias do Baixo Tejo, SA	2009	30	77	279	511
	AELO – Auto-Estradas do Litoral					
Litoral Oeste	Oeste, SA	2009	30	109	458	787
Algarve Litoral	Rotas do Algarve Litoral, SA	2009	30	273	171	462
	Ascendi Pinhal Interior – Auto Estradas					
Pinhal Interior	do Pinhal Interior, SA	2010	30	567	971	884

<sup>\*</sup> GASEPC (DGTF) - Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões (4º Trimestre 2011)

Tabela 4 – Investimento e valor atualizado líquido (VAL) dos encargos líquidos (milões de euros) das PPP no sector rodoviário português (DGTF, 2011)

<sup>\*\*</sup> DGTF - Parcerias Público-Privadas e Concessões (Relatório 2011)

Com as PPP o financiamento para a construção, manutenção e operação das infraestruturas rodoviárias passa a ser responsabilidade do sector privado, retirando pressão sobre o Orçamento de Estado, no entanto, como foi anteriormente referido, em algumas PPP o Estado acaba por ter encargos anuais. Nesta medida, importa então analisar se, do ponto de vista financeiro, as PPP acabam por trazer vantagens ou desvantagens para o sector público.

Os encargos líquidos do Estado, com as PPP do sector rodoviário, apresentam um aumento significativo (ver anexo 2), evoluindo de 517 milhões de euros em 2007 para 1,5 mil milhões de euros em 2011. Conforme se pode observar pelo anexo 2, o aumento mais expressivo ocorreu em 2010 e 2011, com a concessão Norte, a concessão Interior Norte e o Túnel do Marão a serem os principais responsáveis. De acordo com a DGTF (2011) o aumento dos encargos nestas 3 concessões deveu-se, no caso do Túnel do Marão, a pagamentos por via de investimentos e, no caso das concessões Norte e Interior Norte, a pagamentos por via de "Acordos de Reformulação de Contratos". Neste sentido, é de salientar que a concessão Norte deixou em 2010 de ser uma concessão tipo I), para passar a ser uma concessão tipo III) (ver capítulo anterior).

Ao compararmos os encargos líquidos do Estado entre 2000 e 2011 com o investimento efetuado pelo sector privado, no âmbito das PPP, podemos concluir que os encargos suportados pelo Estado apenas superam os investimentos realizados no caso das SCUTs (a concessão Costa de Prata foi SCUT até Outubro de 2010), como se pode observar no anexo 3. De salientar que, nas SCUTs, tal como já foi referido, o utilizador não tem custos, cabendo ao Estado fazer o pagamento pela utilização, o que justifica os encargos mais elevados. Desta forma, o caso específico das SCUTs não pode ser analisado exclusivamente do ponto de vista financeiro, tendo de se ter em conta os benefícios económicos obtidos pelos utilizadores dessas concessões, o que está fora do âmbito deste trabalho de investigação.

De acordo com as estimativas da Estradas de Portugal (DGTF, 2011), o valor atualizado líquido dos encargos líquidos futuros<sup>26</sup> é de 10,7 mil milhões de euros (anexo 4), o que representa cerca de 70% do total dos investimentos (preços de 2011). Assim, torna-se relevante comparar os encargos líquidos totais<sup>27</sup> com os investimentos totais. Ao efetuar esta análise (ver anexo 5) importa distinguir as concessões por tipologia:

\_

<sup>26</sup> Considera os encargos líquidos entre 2012 e 2040 (data em que termina a concessão do Pinhal Interior).

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Considera-se como encargos líquidos totais o valor atualizado líquido dos encargos líquidos futuros adicionado dos encargos incorridos entre 2000 e 2011.

- Tipo I) neste tipo de concessões o Estado tem uma clara vantagem com o recurso às PPP, uma vez que os investimentos realizados são claramente superiores aos encargos totais.
- Tipo II) no que respeita às concessões deste tipo verificamos que os encargos totais são superiores ao investimento, contudo, com já foi referido, estas devem ser analisadas tendo em conta os benefícios económicos gerados para os utilizadores.
- Tipo III) neste tipo de concessões os encargos totais são superiores ao investimento, o que representa uma desvantagem em termos financeiros para o Estado, no entanto, tem de se ter em consideração que estas concessões eram anteriormente SCUTs cujo contrato foi renegociado. Assim, apesar dos encargos líquidos do Estado se apresentarem agora mais reduzidos (uma vez que o modo de pagamento à concessionária é diferente e o Estado tem como proveitos as portagens cobradas aos utilizadores), têm de ser pagas indemnizações (para reposição do equilíbrio financeiro<sup>28</sup>) às concessionárias pelas alterações contratuais.
- Tipo IV) estas concessões também apresentam encargos totais superiores ao investimento, sendo assim desfavorável do ponto de vista financeiro. No entanto, à imagem das SCUTS, também este tipo de concessões apresenta troços sem portagens reais, cabendo ao sector público o pagamento pela disponibilidade do serviço, pelo que este tipo de concessão deve ser analisada tendo em conta os benefícios económicos gerados para os utilizadores.

#### 4.3. Contas Públicas

Ao nível das contas públicas, a última década não tem sido favorável para Portugal que, apesar de apresentar um crescimento do PIB, regista um défice público<sup>29</sup> e um aumento da dívida pública, como se pode observar na tabela 5. A situação tornou-se principalmente

\_

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Para financiar a construção das infraestruturas rodoviárias, os concessionários recorrem a financiamentos em regime de *Project Finance*, o que implica uma estrutura contratual muito forte. Assim, está contratualmente definido que, ao serem efetuadas alterações contratuais, o concedente terá de compensar a concessionária para que esta mantenha os rácios definidos no âmbito do *Project Finance*, ou seja, terá de repor o equilíbrio financeiro.

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> O défice público (ou necessidades de financiamento) é um saldo negativo nas contas públicas, ou seja, é quando as despesas públicas são superiores às receitas. De destacar que o défice público tem em conta os saldos das contas da Administração Central, da Administração Local e dos Fundos de Segurança Social.

preocupante a partir de 2009, com a crise económica<sup>30</sup> a afetar Portugal, que nesse ano sofreu uma recessão, com o Produto Interno Bruto (PIB) a contrair em 2%. Em 2010 Portugal registou uma ligeira recuperação, com o PIB a crescer 1%, no entanto, em 2011 o PIB voltou a contrair e é esperada nova redução em 2012, conforme se observa pela tabela 5.

Ao longo da última década, Portugal tem apresentado um défice público, que atingiu em 2009 e 2010 o ponto mais grave, ao representar 10,2% e 9,8% do PIB, respetivamente.

Com um défice público Portugal tem a necessidade de recorrer à dívida paras se financiar, pelo que esta regista um crescimento assinalável durante a última década. Neste contexto, a dívida pública atinge um nível bastante grave em 2011, altura em que esta supera o PIB em 7,8%. Este agravamento da dívida pública, agravado pelos sucessivos *downgrades* do *rating*<sup>31</sup> da República Portuguesa, levou as taxas de juro da dívida pública a atingirem níveis históricos, conduzindo em 2011 ao resgate financeiro de Portugal.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 *	2011 *	2012 **
Produto Interno Bruto (PIB)	135.434	137.523	144.128	149.124	155.446	163.052	171.983	168.504	172.670	171.015	168.305
Crescimento do PIB (%)	-	1,5%	4,8%	3,5%	4,2%	4,9%	5,5%	-2,0%	2,5%	-1,0%	-1,6%
Capacidade (+)/necessidade (-)											
liquida de financiamento	-3.864	-4.013	-4.844	-9.096	-6.092	-4.218	-6.236	-17.103	-16.950	-7.263	-7.605
em % do PIB	-2,9%	-2,9%	-3,4%	-6,1%	-3,9%	-2,6%	-3,6%	-10,2%	-9,8%	-4,2%	-4,5%
Divida Pública	75.223	78.446	84.033	94.792	100.522	103.702	123.108	139.945	161.135	184.291	189.383
em % do PIB	55,5%	57,0%	58,3%	63,6%	64,7%	63,6%	71,6%	83,1%	93,3%	107,8%	112,5%

<sup>\*</sup> Dados Provisórios

Unidade: Milhões de euros

Tabela 5 – Alguns indicadores das Finanças Públicas Portuguesas entre 2002 e 2012 (Adaptado de INE, 2006-2012<sup>32</sup>)

Neste contexto, a opção pelas PPP, como forma de desenvolver o sector rodoviário português, faz sentido, na medida em que, com os défices públicos já apresentados, a realização do investimento por parte do sector público iria agravar ainda mais a situação da dívida pública. Tal como se pode observar na tabela 6, o peso dos investimentos e dos encargos líquidos sobre o PIB e a dívida pública portuguesa é de aproximadamente 1%, o que, atendendo a que se trata de um sector com um papel importante no desenvolvimento da economia, não se pode

\_

<sup>\*\*</sup> Dados Previstos

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> A crise económica começou em 2008, apresentando uma repercussão a nível mundial. Esta crise económica iniciou-se com a crise financeira despoletada pela falência do Banco de Investimento Lehman Brothers.

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> O *rating* é uma medida do risco de crédito, efetuada por agências de *rating* (sendo a Standard & Poor's, a Fitch e a Moody's as 3 principais agências de *rating*). Nesta medida, um *downgrade* do *rating*, significa um aumento do risco de incumprimento. Atualmente o rating de Portugal é de BB (S&P)/Ba3 (Moody's)/BB+ (Fitch), patamares considerados como "lixo".

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Procedimentos dos Défices Excessivos de 2006 a 2012 – Informação anual prestada pelo INE à comunicação social.

considerar que seja muito significativo. No entanto, se tivermos em consideração o défice público, pode-se considerar que estes valores acabam por ter um impacto significativo nas finanças públicas portuguesas (tabela 6).

	2007	2008	2009	2010	2011
Produto Interno Bruto (PIB)	163.052	171.983	168.504	172.670	171.015
Divida Pública	103.702	123.108	139.945	161.135	184.291
Défice Público	4.218	6.236	17.103	16.950	7.263
Investimento (preços 2011)	1.007	1.563	1.302	971	0
em % do PIB	0,6%	0,9%	0,8%	0,6%	-
em % da Dívida Pública	1,0%	1,3%	0,9%	0,6%	-
em % do Défice Público	23,9%	25,1%	7,6%	5,7%	-
Encargos liquidos	517	403	682	899	1.526
em % do PIB	0,3%	0,2%	0,4%	0,5%	0,9%
em % da Dívida Pública	0,5%	0,3%	0,5%	0,6%	0,8%
em % do Défice Público	12,3%	6,5%	4,0%	5,3%	21,0%

Unidade: Milhões de euros

Tabela 6 – Peso dos investimentos e dos encargos líquidos no PIB, na dívida pública e no défice público português (adaptado de DGTF, 2011; INE, 2011 e 2012<sup>33</sup>)

#### 4.4. Conclusões

Para se poder concluir acerca do impacto financeiro para o Estado, pelo recurso às PPP como forma de desenvolver o sector rodoviário português, terá de se analisar individualmente os 4 tipos de concessão existentes.

As PPP do tipo I (concessões tradicionais) apresentam-se para o sector público como bastante vantajosas do ponto de vista financeiro, uma vez que através destas parcerias o Estado garante o desenvolvimento do sector rodoviário sem ter de despender recursos financeiros. De referir que neste tipo de parcerias quem acaba por pagar o investimento efetuado são os utilizadores, através do pagamento das portagens reais.

No que diz respeito às SCUT (PPP tipo II), estas apresentam-se como desfavoráveis do ponto de vista financeiro, uma vez que, apesar do investimento não ser efetuado pelo sector público, este substitui os utilizadores nos pagamentos das portagens, sendo os encargos líquidos totais bastante superior aos investimentos efetuados. No entanto, para se analisar a importância

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Procedimentos dos Défices Excessivos de 2006 a 2012 – Informação anual prestada pelo INE à comunicação social.

deste tipo de parceria, como já foi referido, terá de se analisar os benefícios económicos gerados para os utilizadores, e de que forma estes contribuem para o desenvolvimento económico nacional/regional. De destacar que, no final de 2011, o Estado acabou com este tipo de parcerias, tendo estas sido alteradas para PPP de tipo III.

As PPP de tipo III (ex-SCUTs) também apresentam encargos totais bastante superiores aos investimentos, pelo que do ponto de vista financeiro estas parcerias se apresentam desfavoráveis para o sector público. No entanto, neste caso tem de se ter em consideração que se trata de autoestradas que até há bem pouco tempo eram sem custos para o utilizador (SCUT) e que esta alteração (renegociação dos contratos) acaba por ter custos para o sector público (com a reposição do equilíbrio financeiro).

Por fim, as PPP de tipo IV (subconcessões) ainda se encontram em fase de construção, pelo que o valor dos investimentos pode ainda sofrer alterações, no entanto, considerando os valores de final de 2011, os encargos totais apresentam-se superiores aos investimentos. Assim, de um ponto de vista meramente financeiro, estas parcerias são desfavoráveis para o Estado, contudo, tal como as SCUTs, também estas parcerias devem ser analisadas tendo em conta os benefícios económicos gerados pelo facto de terem troços sem custos para o utilizador.

Será ainda de salientar que caso o Estado tivesse optado por construir ele próprio as autoestradas/troços sem custos para o utilizador (tipo II e IV), teria de ter em conta que não iria obter receitas (pelo facto de se tratar de autoestradas/troços sem portagens), pelo que apesar de não ter de efetuar pagamentos ao parceiro privado, teria de suportar os custos de operação e manutenção, assim como os custos de financiamento. Neste contexto, mesmo com os encargos totais a virem superiores aos investimentos (nas PPP de tipo II e IV), estas podem, ainda assim, ser vantajosas do ponto de vista financeiro, uma vez que o sector privado poderá ter capacidade para ter custos de operação e manutenção inferiores.

# 5. A IMPORTÂNCIA DO *PROJECT FINANCE* NO SECTOR RODOVIÁRIO EM PORTUGAL (ESTUDO DE CASO: AUTO-ESTRADAS DO ATLÂNTICO)

# 5.1. Introdução

A Auto-Estradas do Atlântico – Concessões Rodoviárias de Portugal, S.A. (AEA) foi constituída em Novembro de 1998, tendo em Dezembro desse mesmo ano assinado com o Estado Português um contrato de concessão por um período de 30 anos (até 2028). O contrato de concessão consiste na conceção, construção, financiamento, exploração e conservação das autoestradas e redes viárias da zona Oeste de Portugal. As autoestradas e redes viárias da zona Oeste de Portugal incluem os 85 km da A8 Sul (CREL – Caldas da Rainha) e os 85 km da A8 Norte (Caldas da Rainha – Leiria) e A15 (Caldas da Rainha – Santarém). De referir que, a A8 Sul já se encontrava construída aquando a assinatura do contrato de concessão, cabendo assim à AEA apenas a construção da A8 Norte e da A15 (em Março de 2002 foi aberto ao tráfego o último sublanço a ser construído – Marinha Grande (Este)/Leiria). No âmbito desta concessão, o volume de negócios da AEA será obtido através da cobrança de portagens<sup>34</sup> e da subconcessão das áreas de serviço.

Quanto aos investimentos realizados pela AEA, estes dizem respeito à aquisição (por 88,5 milhões de euros) do troço da A8 Sul (que já se encontrava construído), à construção da A8 Norte e da A15 e à manutenção e obras de melhoria efetuadas. O contrato de conceção estabelece ainda relativamente aos investimentos a efetuar que, nos Lanços com quatro vias, terá de entrar em serviço mais uma via em cada sentido, dois anos depois daquele em que o tráfego médio diário anual atingir 35 000 veículos e, nos Lanços com seis vias, terá de entrar em serviço mais uma via em cada sentido, dois anos depois daquele em que o tráfego médio diário anual atingir 60 000 veículos. Neste contexto, é de referir que em 2010 iniciaram-se as obras de alargamento de 2 para 3 vias nos lanços Loures/Malveira e CRIL/Loures, da A8, tendo estes sido concluídos e iniciado operação durante o exercício de 2011.

No que diz respeito à estrutura acionista da AEA, esta foi inicialmente constituída por um consórcio constituído por 11 empresas<sup>35</sup>, contudo foi sofrendo alterações ao longo dos anos (ver anexo 6), sendo atualmente detida em 50% pela Auto-Estradas do Oeste – Concessões

\_

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Apesar da A8 e da A15 serem autoestradas com portagens, existem lanços que não ficam sujeitos a portagens (A8 – CRIL/Loures, A8 – Bombarral/Óbidos e A8 – Óbidos/Caldas da Rainha) e lanços sujeitos a portagem exceto para o trafego local (A8 – Torres Vedras Sul/Torres Vedras Norte, A8 – Caldas da Rainha (Zona Industrial)/Tornada e A15 – Arnóia/EN 115).

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Banco BPI – 10%, SOMAGUE – 8,99%, EDIFER – 8,99%, MSF – 8,99%, ZAGOPE – 8,99%, Construtora Abrantina – 8,99%, CONDURIL – 8,76%, Lena – 8,76%, Construtora do Tâmega – 8,76%, NOVOPCA – 8,76% e Abertis (ex-ACESA) – 10%.

Rodoviária de Portugal, SA (AEO), pertencendo os restantes 50% à Via-Oeste, SGPS, SA (VO). O capital social da AEO é atualmente detida em 50% pela Moniz da Maia, Serra & Fortunato - Empreiteiros, SA, pertencendo os restantes 50% à Lena Concess, SA. Por sua vez a Via-Oeste é detida em 100% pela Brisa – Auto-Estradas de Portugal, SA.

Por fim, é de salientar a evolução da AEA do ponto de vista operacional que, tal como se pode concluir pela tabela 7 apresentou um crescimento do tráfego médio diário (TMD) ao longo do período analisado (1999 – 2010), exceto em 2010, ano em que devido à crise económica, à introdução de portagens na A25 e na A29 (eram vias sem custos para o utilizador, que fazem ligação à A8) e ao aumento do IVA, o TMD sofreu uma redução.

Trafego médio diário *	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 4
A8 (Sul)	19.555	21.158	22.330	25.441	25.208	26.112	26.194	26.833	28.867	28.983	29.754	28.582
A8 (Norte) A15	0	0	7.187	8.913	9.715	10.101	10.230	10.176	11.206	11.553	12.382	12.238
A15	0	0	3.674	4.218	4.620	4.775	5.020	5.177	5.497	5.299	5.404	5.402
Total	19.555	21.158	15.213 <sup>1</sup> ]	14.614 <sup>2</sup>	14.940	15.491	14.822 <sup>3</sup>	15.089	16.301	16.409	17.014	16.520

Redução deve-se à inclusão dos lanços Caldas da Rainha/Marinha Grande (A8) e Caldas da Rainha/Santarém (A15)

Tabela 7 – Tráfego médio diário da AEA (A8 e A15) entre 1999 e 2010 (adaptado de AEA, 2000-2010)

À imagem do TMD, também o volume de negócios apresenta um crescimento ao longo de todo o período analisado (ver anexo 8), exceto em 2010, ano em que apresenta uma ligeira redução. No que respeita aos resultados líquidos, estes, exceto em 1999, 2000 e 2010, apresentam-se sempre negativos, muito por culpa dos custos e perdas financeiros elevados (justificados pelo elevado rácio de endividamento – ver capítulo seguinte) e pelas elevadas amortizações do exercício (fruto do elevado investimento efetuado).

#### 5.2. O "Projeto"

Nos termos da concessão, a AEA adquiriu, ao Estado, a A8 Sul por 88,5 milhões de euros e efetuou a construção da A8 Norte e da A15, cujo investimento direto ascendeu a 414 milhões de euros (AEA, 2000-2002). De forma a financiar estes investimentos, a AEA assinou um

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Redução deve-se à inclusão do lanço Marinha Grande/Leiria (A8)

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Redução deve-se à inclusão dos lanços sem portagem para o tráfego local

<sup>4</sup> Redução do tráfego deve-se à crise económica e à introdução de portagens nas SCUT do corredor Litoral

<sup>\*</sup> Tráfego médio diário = circulação/Km/nº dias

contrato de financiamento em regime de *Project Finance* (com um sindicato bancário<sup>36</sup>), no montante de 209,5 milhões de euros, e um contrato de financiamento com o Banco Europeu de Investimento (BEI), no montante de 209,5 milhões de euros. De referir que, no contexto do financiamento em regime de Project Finance, o sindicato bancário disponibilizou ainda um empréstimo stand-by<sup>37</sup>. Foi, ainda, com o intuito de financiar as obras de alargamento da A8<sup>38</sup>, concedida (pelo Banco BPI, SA e pela Caixa – Banco de Investimento, SA) uma dívida subordinada (Sub-Debt Facility) no montante de 47,5 milhões de euros. É de salientar que esta dívida subordinada excedeu em 2009 o montante máximo disponibilizado (ver anexo 7), pelo que em 2010 a AEA chegou a acordo com o BPI, com a Caixa - Banco de Investimento e com o sindicato bancário, resultando no aumento do montante máximo da Stand-by para 46,2 milhões de euros, como forma de reestruturar a dívida subordinada, suportar custos financeiros decorrentes e acautelar variações inesperadas na taxa de juro (Euribor). A tabela 8 apresenta as principais caraterísticas da dívida contratada:

	Montante Máximo	Maturidade	Taxa de juro
EIB	209,5 milhões de euros	2021	-
EIB - tranche 1	79,8 milhões de euros	2021	4,94%
EIB - tranche 2	69,8 milhões de euros	2021	5,07%
EIB - tranche 3	59,9 milhões de euros	2021	5,23% até Maio de 2004 e 3,19% apartir dessa data
Project Finance	209,5 milhões de euros	2017	1,5% + Eur 6M
Divida subordinada	47,5 milhões de euros	2018	3,5% + Eur 6M até ao 7° ano e 5% + Eur 6M do 7° ao 15° ano
Stand by	46,2 milhões de euros	2019	0,5% + Eur 1M

Tabela 8 – Principais caraterísticas da dívida contratada (adaptado de AEA, 2000-2010)

No âmbito da estruturação do financiamento em regime de Project Finance, o SPV (neste caso a AEA) afetou os riscos aos stakeholders que mais capacidades tinham para os gerir (questão anteriormente referida, quando foram abordados os Riscos Associados ao Project

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Um sindicato bancário é um grupo de Bancos que concentra esforços para disponibilizar fundos a um único

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup> Num empréstimo stand-by os fundos estão disponíveis a ser utilizados em qualquer momento, podendo, também, esta linha de crédito ser cancelada a qualquer momento. Trata-se de uma linha de crédito de curto prazo, com taxas d juro, normalmente, reduzidas.

As obras de alargamento inclui, entre outras, as obras de alargamento da praça de portagem de Loures, o alargamento do lanço CRIL/Loures (A8) para 2x3 vias e, o alargamento do lanço Loures/Malveira (A8) para 2x3 vias.

Finance). Desta forma, para mitigar o risco de construção, a AEA estabeleceu um contrato de construção com a Nova Estrada, ACE (empresa de construção pertencente aos acionistas da AEA) para a construção da A8 Norte e da A15 e, um contrato de construção com a LMNS, ACE (empresa cujos acionistas são a MSF, a Somague, a Novopca e o Grupo Lena) para as obras de alargamento da A8 (Loures/Malveira). Por outro lado, no que respeita ao risco de Operação e Manutenção, a AEA assume este risco, desenvolvendo ela própria as atividades de cobrança de portagens, controlo e monitorização do tráfego e manutenção da infraestrutura. Como já foi referido, através de um financiamento em regime de *Project Finance* os acionistas conseguem obter um rácio de endividamento mais elevado, o que reduz o risco de investimento para o acionista e permite que entidades com menor poderio financeiro também possam participar no investimento (uma vez que a exigência de recursos financeiros aos acionistas será menor). Neste contexto, torna-se relevante analisar se os acionistas da AEA também alcançaram estes benefícios através do financiamento em regime de *Project Finance*. Assim, irá ser utilizado o seguinte rácio de endividamento *debt to capital* 39:

Debt to Capital Ratio = 
$$\frac{\text{Debt}}{\text{Shareholders' Equity + Debt}}$$
 (1)

Para efeitos de cálculo irá considerar-se como dívida (*debt*) todo o passivo financeiro angariado (BEI, *Project Finance*, *Stand-by* e dívida subordinada) e como capital dos acionistas (*shareholders' equity*) considera-se o capital social e os suprimentos.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Debt	149.642	226.039	395.092	451.384	464.248	459.837
Shareholders' equity	54.868	70.771	104.900	115.659	118.231	120.618
Debt to capital ratio	73%	76%	79%	80%	80%	79%
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Debt	<b>2005</b> 445.427	<b>2006</b> 435.638	<b>2007</b> 415.976	<b>2008</b> 396.601	<b>2009</b> 376.227	<b>2010</b> 351.680
Debt Shareholders' equity						

Unidade: milhares de euros

Tabela 9 – *Debt to Capital Ratio* da AEA do período de 1999 a 2010 (adaptado de AEA, 2000-2010; Helfert, 2001: 128-130)

<sup>40</sup> Adaptado de Helfert, 2001: 128-130.

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> Este rácio permite analisar a estrutura financeira de uma empresa e de que forma esta se financia.

Desta forma, com base na tabela 9, podemos concluir que de facto com o *Project Finance* os acionistas da AEA beneficiam de um rácio de endividamento bastante elevado, que, no período analisado, varia entre os 70% e os 80%. Com o recurso a um financiamento tradicional, estes rácios seriam certamente mais reduzidos (uma vez que sem uma estrutura de *Project Finance* o risco para os Bancos é superior, levando a que estes disponibilizem menos recursos financeiros), conduzindo a que os acionistas da AEA tivessem que despender mais fundos para o "Projeto", assumindo assim um risco superior e levando a que possivelmente alguns dos acionistas não tivessem capacidade financeira para participar no investimento. Neste contexto, seria ainda relevante analisar qual o impacto que um rácio de endividamento deste nível teria no ROE da AEA. No entanto, uma vez que a concessão se encontra ainda num período de *build-up*<sup>41</sup>, apresentando resultado líquido e capital próprio negativos<sup>42</sup>, não fará sentido analisar o ROE nesta fase. Assim, torna-se importante analisar o potencial da AEA em gerar recursos, que permitam remunerar os seus investidores no futuro.

Ao analisarmos o resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (*EBITDA*) ficamos a perceber como evolui a performance operacional da AEA, podendo desta forma tentar aferir acerca da capacidade futura da empresa. Tal como se pode observar pela tabela 10, a AEA apresenta entre 1999 e 2010 um *EBITDA* crescente, o que é um indicador bastante positivo, dando boas perspetivas de futuro aos acionistas. Será também de notar que, a AEA para além de apresentar um crescimento do *EBITDA*, apresenta ainda um crescimento ao nível das margens *EBITDA* (entre 1999 e 2010), que em 2010 atingiu os 70,7%. Desta forma, atendendo ao crescimento do *EBITDA* e da respetiva margem (entre 1999 e 2010) e, tendo em consideração as obras de alargamento efetuadas na A8<sup>43</sup> (nos troços CRIL/Loures e Loures/Malveira), podemos concluir que é expectável que a AEA continue a apresentar um crescimento ao nível do *EBITDA*, embora não se coloque de parte um possível impacto negativo causado pela crise económica que o país atravessa.

\_

As obras de alargamento da A8 foram concluídas durante o ano de 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> O período de *build-up* é a fase de desenvolvimento, na qual o investimento é ainda elevado, sendo que no caso da AEA, foi efetuado um grande investimento não só na construção de novas vias (A8 Norte e A15), mas também na melhoria das condições das vias existentes (exemplo do alargamento para 2x3 vias e da repavimentação em alguns troços da A8 Sul).

Os capitais próprios da AEA ao se apresentarem negativos enquadram-se no artigo 35° do Código das Sociedades Comerciais (Perda de metade do capital), no entanto, o contrato de concessão assinado com o Estado prevê um apoio financeiro à AEA de forma a assegurar a continuidade das operações.

1999	2000	2001	2002	2003	2004
22.660	25.482	30.067	48.130	51.295	54.695
11.143	18.458	24.232	31.048	30.297	32.997
49.2%	72.4%	80.6%	64.5%	59.1%	60,3%
	,	,		,	
2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>2005</b> 56.300					_
	2006	2007	2008	2009	2010
	22.660 11.143	22.660 25.482 11.143 18.458	22.660 25.482 30.067 11.143 18.458 24.232	22.660 25.482 30.067 48.130 11.143 18.458 24.232 31.048	22.660 25.482 30.067 48.130 51.295 11.143 18.458 24.232 31.048 30.297

Unidade: milhares de euros

Tabela 10 – Evolução do EBITDA e respetiva margem no período de 1999 a 2010 (adaptado de AEA, 2000-2010)

Apesar de a AEA apresentar uma evolução positiva ao nível do EBITDA, com o mesmo a atingir margens elevadas, convém destacar que este não tem em conta o custo da dívida nem a carga fiscal. Desta forma, torna-se relevante analisar a capacidade de autofinanciamento da empresa<sup>44</sup>, sendo que este indicador já terá em conta o impacto do recurso ao financiamento em regime de *Project Finance* nos resultados da AEA. A capacidade de autofinanciamento da AEA, tal como se pode observar pela tabela 11, apresenta uma evolução bastante positiva, atingindo em 2010 27,1 milhões de euros. Ao analisarmos a tabela 11, podemos ainda concluir que desde 2003 que os recursos gerados pela AEA, apesar de serem bastante deteriorados pelos gastos e perdas financeiros (como se pode observar pelo anexo 8), são suficientes para fazer face aos investimentos realizados, exceção feita ao ano de 2010, justificado pelas obras de alargamento da A8 (que se iniciaram em 2009 e cujo investimento total foi de aproximadamente 62 milhões de euros).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Capacidade de Autofinanciamento	3.435	4.912	4.127	8.144	6.200	11.739
Investimento realizado	N.D.	203.777	210.600	11.100	4.800	2.700
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capacidade de Autofinanciamento	<b>2005</b> 15.007	<b>2006</b> 11.584	<b>2007</b> 11.051	<b>2008</b> 9.207	<b>2009</b> 19.296	<b>2010</b> 27.081

Unidade: milhares de euros

Tabela 11 — Evolução da capacidade de autofinanciamento no período de 1999 a 2010 (adaptado de AEA, 2000-2010)

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> A capacidade de autofinanciamento é aptidão que a AEA tem para gerar recursos próprios que lhe permitam financiar os seus investimentos. Capacidade de autofinanciamento = Resultados Líquidos + Amortizações + Imparidade (Neves, 2004: 116).

Por fim, convém ainda ter em consideração o facto de a dívida ter a sua maturidade entre 2017 e 2021, e a concessão ter o seu término em 2028 (o que origina uma *tait*<sup>45</sup> de 7 anos), o que reforça as boas perspetivas de futuro da AEA.

#### 5.3. O Investidor

A estrutura acionista da AEA tem sofrido diversas alterações ao longo dos anos, tal como se pode observar pelo anexo 6, pelo que entre 1999 e 2011 foram 12 as empresas que participaram nesta PPP.

Nem todos os acionistas desempenharam o mesmo papel nesta PPP, pelo que também os seus objetivos são distintos. Desta forma torna-se importante analisar individualmente cada empresa, para que se possa concluir sobre as vantagens ou desvantagens da estrutura da AEA (uma estrutura amplamente influenciada pelo financiamento em regime de *Project Finance*) para cada acionista.

De referir ainda que, desde 2003 que a AEA é detida diretamente pela AEO e pela VO, contudo estas duas entidades são apenas "veículos" utilizados pelos seus acionistas para realizar investimentos.

# Abertis (ex-Acesa)

A Acesa Infraestructures foi constituída em 1967, em Espanha, tendo como atividade histórica a construção, manutenção e exploração de autoestradas em regime de concessão. Já em finais de 2003, a empresa fundiu-se com a Aurea Concessiones de Infraestructures (sendo esta última a entidade absorvida) e alterou a sua denominação para Abertis. Atualmente a Abertis tem como objeto social a construção, manutenção e exploração de infraestruturas em regime de concessão no sector rodoviário, aeroportuário e das telecomunicações. No que diz respeito ao sector rodoviário a Abertis é atualmente líder no mercado espanhol, tendo ainda importantes investimentos em França, Portugal (através de uma participação na Brisa), Chile, Porto Rico e Argentina (Abertis, 2012).

<sup>4</sup> 

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> A *tail* de um "Projeto" é o período de tempo que vai desde a maturidade da dívida até ao final da operação do "Projeto", que no caso da AEA ocorre no termo da concessão. Desta forma quanto maior for a *tail* mais vantajoso será para o "Projeto".

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Os "veículos" são empresas constituídas com o objetivo de realizar os investimentos dos seus acionistas.

A Abertis (ex-Acesa) foi um dos acionistas que em 1998 constituiu a AEA, sendo que o papel da Abertis passava por *fornecer assistência técnica e informática na instalação do sistema de gestão e controlo do tráfego*<sup>47</sup>, colocando assim a sua experiência ao serviço da PPP. No entanto, no início de 2002 a empresa vende a sua participação na AEA ao BPI numa operação avaliada em 17,5 milhões de euros, obtendo uma mais-valia de 12 milhões de euros (Abertis, 2002). De salientar que, com o investimento na AEA, a Abertis tinha o objetivo de estender a sua atividade para o mercado português.

Se analisarmos a estrutura de capital da Abertis, verificamos que em 1999 se tratava de uma empresa com uma estrutura de capital bastante sólida, o que se refletia em reduzidos rácios de endividamento, sendo o seu rácio *debt to equity* de apenas 22% (como se pode observar pelo anexo 9). Ainda neste mesmo ano os capitais próprios da Abertis ascendiam a 1,7 mil milhões de euros e o seu ativo líquido total era de 3,2 mil milhões de euros. Fruto dos diversos investimentos que foram sendo efetuados. Entre 1999 e 2011 verificamos que a Abertis apresentou um significativo crescimento, tendo em 2011 o seu ativo líquido ascendido a 22,7 mil milhões de euros e os seus capitais próprios a 4,4 mil milhões de euros. É ainda de destacar neste período (1999-2011) o aumento do recurso à dívida, como forma de financiar os seus investimentos, atingindo, desta forma, um rácio *debt to equity* de 77% em 2011.

Ao considerarmos os valores envolvidos no investimento inicial da AEA (88,5 milhões pela compra da A8 Sul e 414 milhões pela construção da A8 Norte e A15) chegamos à conclusão de que, no universo da Abertis, estes valores não têm grande expressão. Assim, analisando a capacidade de autofinanciamento da Abertis (ver anexo 9), percebe-se que esta teria capacidade financeira para suportar tais investimentos<sup>48</sup>, sem ter grande necessidade de se endividar<sup>49</sup>.

Deste modo, no caso concreto da Abertis as grandes vantagens da estrutura da AEA, financiada em regime de *Project Finance*, foram (i) o facto de ter permitido ao grupo espanhol entrar no mercado português, algo que de outra forma poderia ser bastante mais complicado; e (ii) a mitigação dos riscos associados à entrada num novo mercado.

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> "providing technical and computer assistance in the installation of traffic management and control systems" (Abertis, 2001)

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> A capacidade de autofinanciamento acumulada entre 1999 e 2001 (período no qual foram realizados os investimentos iniciais pela AEA) é de 613 milhões de euros, valor superior ao investimento efetuado pela AEA (502,5 milhões de euros).

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Tendo em conta recursos financeiros necessários para efetuar o investimento, a Abertis não teria necessidade de se financiar, contudo de um ponto de vista estratégico poderia fazer sentido um financiamento externo.

# **BPI**

O Banco BPI, SA é a entidade principal de um grupo financeiro com atividade quer na banca comercial, como na banca de investimento. Tal como a Abertis, também o BPI foi um dos acionistas que em finais 1998 participou na constituição da AEA, tendo-se mantido como acionista até Março de 2005, altura em que alienou a totalidade da sua participação. Para além de ter participado nesta PPP como acionista, o BPI interveio ainda como consultor financeiro e como Banco Agente, liderando o sindicato bancário que financiou a AEA (BPI, 1999). Desta forma, não fará muito sentido analisar as vantagens e desvantagens de um financiamento em regime de *Project Finance* para o BPI enquanto acionista, uma vez que a principal motivação deste acionista será comercial (por via do financiamento concedido enquanto Banco líder do sindicato bancário), pelo que a sua entrada no capital da AEA pode ser vista como uma forma de aumentar o seu controlo (enquanto financiador) sobre o "Projeto" numa fase inicial.

#### Empresas de Construção

Se observarmos a estrutura da AEA, verificamos que a maior parte dos seus atuais/exacionistas (9) são empresas do sector da construção. Tendo em consideração que o contrato de PPP inclui a construção das infraestruturas, no caso a A8 Norte e a A15, e que será para esta construção que serão canalizados grande parte dos recursos financeiros investidos, faz sentido que sejam as empresas de construção as principais interessadas em participar na PPP.

A Construtora do Tâmega, SA é uma empresa portuguesa, que se dedica à construção, essencialmente de obras públicas. A empresa atua em Portugal Continental, na Ilha da Madeira, Ilha dos Açores e Moçambique, estando ainda presente em Angola, Cabo Verde, Guiné, Mauritânia e Senegal.

A Conduril Engenharia, SA (anteriormente denominada Conduril – Construtora Duriense, SA) é uma empresa que, à semelhança da Construtora do Tâmega, também centra a sua atividade no sector da construção de obras públicas. A empresa aposta forte na internacionalização, estando presente em Angola, Moçambique, Botswana, Cabo Verde, Espanha e Marrocos, sendo que, em 2011, o mercado externo tinha um peso no volume de negócios de aproximadamente 64% (Conduril, 2012).

Quanto à Construtora Abrantina, SA (empresa do Grupo Abrantina), esta foi constituída em 1927, focalizando a sua atividade no sector da construção civil e obras públicas. Apesar da

aposta em mercados internacionais, nomeadamente em Angola, Argélia e Martinica, o mercado nacional é responsável por grande parte dos negócios da empresa, sendo que, em 2010, representava 75% do volume de negócios (Abrantina, 2012).

A Zagope – Construções e Engenharia, SA (que até finais de 2000 tinha a denominação de Zagope – Empresa Geral de Obras Públicas e Marítimas, SA) foi constituída em 1967, sendo atualmente controlada pela Zagope, SGPS, SA (holding do grupo). A empresa tem como principal atividade a "execução direta, por conta de outrem ou ainda em participação com terceiros, de quaisquer obras públicas e particulares, a realização de estudos técnicos, assim como quaisquer operações industriais e comerciais, e ainda o exercício de qualquer outro ramo de comércio, excetuando aqueles para os quais seja necessária autorização especial" (Zagope, 2010). É de salientar ainda a importância dos mercados Africano e do Médio Oriente para a empresa que, em 2010 contribuíram para que a área internacional representasse 82% do volume de negócios.

No que diz respeito à Edifer – Construções Pires Coelho & Fernandes, SA, esta é uma empresa de origem familiar, constituída em 1966, tendo como atividade a "construção civil e industrial, empreitadas de obras públicas e construção de prédios para venda" (Edifer, 2009). A empresa está integrada no ramo de construção do grupo Edifer, controlado pela holding Edifer Investimentos SGPS, SA. A empresa explora também o mercado internacional, desenvolvendo a sua atividade em Angola, Espanha, Cabo Verde e Argélia.

Como podemos observar pelo anexo 6, estas 5 construtoras, referidas anteriormente, foram acionistas da AEA entre 1998, ano da sua constituição, e o ano 2002, período este que coincide com a construção da A8 Norte e A15. Desta forma, pode-se afirmar que o objetivo destas empresas, ao serem acionistas da AEA, centrou-se essencialmente na construção das infraestruturas referidas<sup>50</sup>, sendo que, uma vez concluídas, concretizaram a alienação das respetivas participações. Assim, se tivermos em consideração que o *Project Finance* é um método de financiamento que permite rácios de endividamento mais elevados, comparativamente com o financiamento tradicional, podemos concluir que estas 5 construtoras beneficiaram deste método de financiamento, pelo facto de terem a possibilidade de participar no "Projeto", investindo menos recursos do que aqueles que seriam necessários no caso de ter sido contraído um financiamento tradicional (mantendo uma participação equivalente).

-

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> As obras de construção da A8 Norte e da A15 foram efetuadas pela Nova Estrada, ACE, consórcio das empresas de construção acionistas da AEA.

A Novopca – Construtores Associados, SA, foi constituída em 1947, atuando no sector da construção civil e obras públicas, encontrando-se focalizada nos segmentos de obras de arte (pontes, viadutos, entre outros), construção civil, infraestruturas e reabilitação/remodelação de construção civil (Novopca, 2012).

A Somague – Engenharia, SA foi constituída em 1993, tendo como atividade a *construção civil e obras públicas* e a *promoção imobiliária* (Somague Engenharia, 2010). Também a Somague se tem virado para os mercados internacionais, como forma de crescimento, pelo que tem sucursais em Angola, Irlanda, Cabo Verde, Espanha, Brasil, Moçambique e Marrocos, que em 2010 representavam 39% do volume de negócios da empresa.

A Novopca e a Somague colaboraram na constituição da AEA em 1998, mantendo a sua participação na mesma até 2010, ano em que alienaram as suas participações ao Grupo MSF e ao Grupo Lena, respetivamente.

A MSF Engenharia, SA (anteriormente denominada MSF - Moniz da Maia Serra e Fortunato, Empreiteiros SA) foi constituída em 1969, dedicando-se inicialmente apenas à construção a empresa acabou por se expandir para outros sectores. Em 1998 foi efetuada a primeira reestruturação da MSF, com a constituição da MSF SGPS, SA, ficando esta a ser a holding do Grupo. Já em 2005, a MSF efetuou nova reestruturação, que culminou com a definição de três áreas de negócio estratégicas, construção civil e obras públicas, concessões e turismo e imobiliário. Desta forma surge a MSF – Concessões SGPS, SA como a *empresa do Grupo MSF especializada no planeamento, aquisição e gestão das participações do Grupo MSF no mercado nacional e internacional de concessões de serviços e de obra públicos* (MSF, 2012). A participação do Grupo MSF na AEA foi efetuada em 1998 através da MSF Engenharia, contudo, em 2005, no âmbito da reestruturação do Grupo, esta participação foi transferida para a MSF Concessões. Já em 2010, a MSF Concessões constituiu a MSF Oeste SGPS, SA, tendo transferido a participação na AEA para esta entidade. Ainda em 2010, tal como foi anteriormente referido, a MSF Oeste reforça a sua posição na AEA (através da AEO)<sup>51</sup>.

A Lena Engenharia e Construções, SA (anteriormente denominada Construtora do Lena) foi constituída em 1974, tendo desde então sofrido diversas reestruturações. Assim, em 2005, a Lena SGPS, SA (Holding do Grupo) passou a deter os atuais 5 segmentos de negócio, construções, automóveis, turismo e serviços, comunicação, e ambiente e energia. De referir que, o segmento das construções, liderada pela Lena Engenharia e Construções SGPS, SA,

\_

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> De destacar que a informação obtida relativamente à MSF Concessões e MSF Oeste foi bastante limitada, pelo que a análise efetuada teve por base essencialmente a MSF Engenharia, que foi a empresa do Grupo MSF que na fase inicial deteve a participação na AEA.

está dividida em quatro áreas, engenharia (onde se integra atualmente a Lena Engenharia e Construções, SA), indústria, imobiliária e concessões (onde se integra a Lena Concess, SA). Deste modo, a participação do Grupo Lena na AEA iniciou-se em 1998 através da Lena Engenharia e Construções, SA, tendo esta em 2005 transferido a participação para a Lena Concess, SA (empresa detida diretamente pela sub-holding Lena Concessões e Serviços SGPS, SA).

No que se refere às construtoras com participação na AEA, podemos concluir que, regra geral<sup>52</sup>, estas empresas apresentam rácios de endividamento elevados (ver anexo 10), ainda assim abaixo da média do sector da construção que, em meados de 2011, se situava em 80% (Gomes, 2011). Analisando estas empresas, podemos afirmar que estão na categoria de "grandes empresas"<sup>53</sup>, no entanto, se as compararmos com alguns dos acionistas da AEA (nomeadamente com a Abertis, Brisa ou BPI), verificamos que estas construtoras acabam por ter uma dimensão reduzida e uma menor capacidade de investimento. Desta forma, com o financiamento em regime de *Project Finance*, as construtoras referidas, mesmo com recursos mais limitados, comparativamente com a Abertis, Brisa ou BPI, acabam por conseguir manter uma posição na AEA semelhante à destes 3 acionistas referidos, não sendo esta diluída pela sua menor capacidade financeira.

Por fim, se analisarmos o custo do financiamento destas construtoras (ver anexo 10), podemos concluir que, com um financiamento em regime de *Project Finance*, estas empresas acabam por beneficiar do menor perfil de risco do "Projeto" e conseguem endividar-se a um custo mais reduzido. Exceção feita à Somague que, com o *Project Finance* acaba por ter uma desvantagem, em termos de custo do financiamento, uma vez que a Somague tem conseguido financiar-se a taxas de juro mais baixas (ver anexo 10) do que aquelas contratadas no financiamento da AEA.

#### **Brisa**

A Brisa Auto-estradas de Portugal, SA, foi fundada em 1972, sendo atualmente a maior operadora de autoestradas portajadas e a maior empresa de infraestruturas de transporte a

\_

<sup>&</sup>lt;sup>52</sup> Exceção feita à Conduril, que apresenta uma estrutura de capitais bastante sólida, refletindo-se num reduzido rácio *debt to equity*. A Lena Concessões e Serviços SGPS também apresenta uma estrutura de capitais sólida, rácio *debt to equity* reduzido, contudo, esta é uma empresa é uma holding pura, que nasceu duma reestruturação do Grupo Lena, sendo que a sua única participação relevante é a de 50% na AEO.

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> Grande empresa é uma empresa cujo número de funcionários é superior a 250 e um volume de negócios superior a 50 milhões de euros ou um total de balanço superior a 43 milhões de euros.

nível nacional. A Brisa detém em Portugal participações em seis concessões rodoviárias, que integram um total de 23 autoestradas.

Como se pode observar pelo anexo 6, a participação da Brisa na AEA iniciou-se em 2005<sup>54</sup>, através da aquisição da VO, tendo em 2007 reforçado a sua posição, passando a deter os atuais 50% da AEA (através da VO). Tendo em conta que os acionistas da AEA são empresas do sector da construção, uma vez concluídas as principais obras, faz sentido a entrada da Brisa na AEA, acrescentando a mais-valia do *know-how* na vertente da operação e manutenção das infraestruturas rodoviárias.

Ao analisarmos a tabela 12 verificamos que a Brisa apresenta rácios *Debt to Equity* bastante elevados, contudo, isto deve-se ao facto de a Brisa deter participações maioritárias em algumas concessões<sup>55</sup> (inclusive na AEA a desde 2007), pelo que, ao ter de consolidar estas concessões, os financiamentos, alguns deles em regime de *Project Finance*, acabam por vir refletidos nas suas demonstrações financeiras. Desta forma, no caso da Brisa, pela sua posição maioritária na concessão da AEA, o *Project Finance* não apresenta a vantagem de manter a dívida utilizada para financiar o "Projeto" fora do seu próprio balanço, pelo que com o aumento dos passivos financeiros a Brisa pode ver a sua posição nos mercados financeiros deteriorada.

Brisa (Consolidado)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Líquido Total	3.437.852	4.568.956	4.528.894	4.100.563	4.311.911	4.439.068	5.359.047	5.594.326	5.313.397	6.085.591	6.483.251
Capital Próprio	806.422	1.321.291	1.342.547	1.535.268	1.625.250	1.565.979	1.626.521	1.335.317	1.306.425	1.893.271	1.322.645
Passivo Financeiro	1.728.542	2.334.660	2.232.514	2.232.206	2.481.185	2.641.238	3.416.726	3.881.927	3.576.808	3.596.178	4.507.639
Resultado Liquido	212.051	213.063	151.675	191.121	297.814	167.047	259.357	151.257	149.775	778.500	-82.157
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	3,71%	4,05%	4,60%	4,26%	3,43%	3,03%	3,31%	4,46%	3,96%	3,71%	2,99%
Debt to Equity	68%	64%	62%	59%	60%	63%	68%	74%	73%	66%	77%
Capacidade de Autofinanciamento	306.007	326.751	279.251	300.503	420.552	290.966	437.460	357.476	414.919	1.212.458	164.525

Unidade: milhares de euros

Tabela 12 — Principais indicadores financeiros consolidados da Brisa no período de 2002 a 2010 (adaptado de Brisa, 2003-2010)

-

<sup>54</sup> De referir que até 2005 a Brisa colaborou diversas vezes com a AEA, sendo subcontratada para prestação de serviços ao nível da operação das infraestruturas, nomeadamente na cobrança de portagens.

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Para além das participações maioritárias em algumas Concessões, será de referir que, a "Concessão Brisa" foi explorada diretamente pela Brisa até 2010, tendo neste ano sido transferidos todos os ativos e passivos (incluía a quase totalidade da dívida registada nas contas individuais da Brisa) correspondentes para a Brisa Concessão Rodoviária S.A. (BCR), uma sociedade dominada em 100% pela Brisa.

Ao analisar a capacidade de autofinanciamento da Brisa<sup>56</sup> (ver tabela 13), percebe-se que, à imagem da Abertis, esta também teria capacidade para suportar um investimento semelhante ao realizado pela AEA através dos seus recursos próprios.

Se atendermos às taxas de juro médias do passivo financeiro (ver tabela 12 e 13) verificamos que em média, quer a Brisa quer as suas participadas (que integram o perímetro de consolidação), têm um custo do endividamento inferior ao da AEA. Desta forma, no que diz respeito ao custo do passivo financeiro, o financiamento em regime de *Project Finance* contratado pela AEA, acaba por ser prejudicial para a Brisa, uma vez que esta consegue angariar dívida a um custo inferior.

Brisa (Individual)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	4.531.368	4.726.122	4.665.000	4.943.418	4.914.689	3.719.724	1.428.703	1.534.064
Capital Próprio	1.385.434	1.525.489	1.423.972	1.499.363	1.299.987	830.383	1.160.616	927.333
Passivo Financeiro	2.250.613	2.304.030	2.280.600	2.442.532	2.566.314	2.572.945	898	850
Resultado Liquido	183.633	327.334	175.464	252.951	146.320	33.651	501.427	30.063
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro 1	4,03%	3,91%	3,97%	4,12%	4,91%	4,50%	-	-
Debt to Equity	62%	60%	62%	62%	66%	76%	0%	0%
Capacidade de Autofinanciamento	313.534	464.267	319.242	420.105	326.645	36.372	505.692	32.028

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Em 2010 e 2011 o passivo financeiro diz respeito a descobertos bancários, não havendo qualquer informação relativamente às taxas de juro praticadas. Unidade: milhares de euros

Tabela 13 – Principais indicadores financeiros (individuais) da Brisa no período de 2002 a 2010 (adaptado de Brisa, 2003-2010)

Apesar das desvantagens referidas, com o financiamento da AEA a ser efetuado em regime de *Project Finance*, a Brisa reduz significativamente o seu risco de investimento, uma vez que os Bancos têm recurso limitado aos ativos dos acionistas, pelo que, caso o "Projeto" corra mal, as responsabilidades da Brisa são também elas limitadas.

# 5.4. Conclusões

Nas PPP o parceiro privado para além de ter a responsabilidade de construir, conservar e operar as infraestruturas objeto da parceria, têm ainda a responsabilidade de financiar os investimentos necessários. No entanto, muitas vezes os parceiros privados com o *know-how* mais adequado para o correto desenvolvimento do "Projeto" nem sempre têm a capacidade

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> Faz sentido analisar a capacidade de autofinanciamento com base nas demonstrações individuais, uma vez que no consolidado estão participações em concessões que são financiadas em regime de *Project Finance*. É recorrente nos financiamentos em regime de *Project Finance* existirem restrições no que respeita à distribuição de resultados, pelo que esses montantes podem não estar disponíveis para a Brisa.

financeira necessária para a concretização do investimento. Neste contexto, surge o *Project Finance* como uma alternativa de financiamento amplamente utilizado pelo sector privado, para fazer face às necessidades de recursos financeiros.

Pela análise do caso concreto da AEA, percebemos que as empresas de construção que participam nesta PPP, têm uma dimensão reduzida (face aos restantes acionistas), pelo que, com o recurso ao financiamento em regime de *Project Finance*, foi possível obterem uma participação equivalente à dos acionistas de maior dimensão. Neste caso, o *Project Finance* veio permitir aos acionistas de pequena dimensão ter uma participação equivalente à dos seus parceiros de maior dimensão.

De salientar, que a maioria dos acionistas da AEA apresenta um rácio *Debt to Equity* elevado, no entanto sem o recurso a um *Project Finance* dificilmente conseguiriam financiar um novo "Projeto" (no caso a AEA) com o recurso a um endividamento tão elevado, tendo então que disponibilizar mais recursos financeiros próprios. Os rácios de endividamento elevados, obtidos com o recurso ao *Project Finance*, são normalmente associados a um aumento do ROE, no entanto, no caso da AEA, por esta ainda se encontrar num período de *build-up*, ainda não é possível constatar se existem benefícios para os acionistas a este nível.

No que diz respeito ao custo do financiamento, podemos concluir que, no caso da AEA, o *Project Finance* não trouxe benefícios a todos os *sponsors* do "Projeto", uma vez que alguns destes têm capacidade para se financiar a taxas mais reduzidas. Desta forma, o perfil de risco de cada *sponsor* acaba por ter impacto no perfil de risco do SPV (AEA), pelo que o financiamento em regime de *Project Finance* apresenta, por um lado, taxas de juro mais atrativas para os acionistas com pior perfil de risco, e taxas de juro mais elevadas para os acionistas com melhor perfil de risco.

A estrutura de um *Project Finance* pressupõe a criação de um SPV (AEA), o que permitiu aos acionistas segregar ativos e passivos, o que facilita por um lado na tomada de decisão, pois torna-se mais fácil analisar o "Projeto" e por outro mantém a dívida utilizada para financiar a AEA fora dos seus próprios balanços, não deteriorando desta forma os seus perfis de risco. De salientar que esta vantagem do *Project Finance* não é partilhada pela Brisa, uma vez que esta tem uma posição de controlo sobre a AEA e como tal tem de consolidar contas, pelo que o "Projeto" aparece refletido nas suas demonstrações financeiras.

Com o financiamento em regime de *Project Finance* os acionistas da AEA garantiram ainda uma redução dos riscos, sendo que no âmbito da estruturação do financiamento, foi efetuada uma análise dos riscos e estes foram afetos ao *stakholders* que melhores condições apresentava para os gerir. A este nível é no entanto de destacar que o risco de operação e

manutenção é assumido pela AEA, uma vez que esta em vez de passar este risco para uma outra entidade, através de um contrato de O&M, optou por efetuar ela própria a O&M das infraestruturas, subcontratando apenas outras empresas para trabalhos específicos.

De salientar ainda que neste tipo de financiamento a principal garantia dos Bancos são os *cash flows* gerados pelo SPV, pelo que, de forma a garantir uma maior segurança, os Bancos acabam por exercer um maior controlo sobre o "Projeto". No caso da AEA pode-se verificar este facto, ao ponto de o Banco líder do financiamento (BPI) ter mantido uma participação na AEA durante os primeiros anos, o que se pode entender como uma forma de reforçar o controlo sobre o "Projeto".

Para finalizar, pode concluir-se que o *Project Finance*, enquadrado na concessão das autoestradas da zona Oeste de Portugal, desempenhou um papel importante, permitindo a participação de empresas (privadas) que, de outra forma, dificilmente teriam capacidade financeira para entrar num acordo de cooperação desta dimensão.

#### 6. BIBLIOGRAFIA

# **Monografias (livros):**

Benoit, P. (1996), Project Finance At the World Bank: An Overview of Policies and Instruments, Washington, D.C.: World Bank.

Campbell, D., F. Scott e C. P. Martens (2000), *International Project Finance*, New York: Transnational Publishers, Inc.

Carmo, H. e M. Ferreira (1998), *Metodologia da Investigação: Guia para a Auto-Aprendizagem*, Lisboa, Portugal: Universidade Aberta.

Davis, H. A. (1996), *Project Finance: Practical Case Studies*, Euromoney Books.

Fight, A. (2006), Introduction to Project Finance, Oxford: Butterworth-Heinemann.

Finnerty, J. D. (2007), *Project Finance: Asset-Based Financial Engineering*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Gallati, R. (2003), Risk Management and Capital Adequacy, McGraw-Hill.

Gatti, S. (2008), *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, San Diego: Academic Press.

Grimsey, D. e M. K. Lewis (2004), *Public Private Partnerships: The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance*, Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Publishing Limited.

Helfert, E. A. (2001), Financial Analysis: Tools and Techniques (A Guide for Managers), McGraw-Hill.

Hoffman, S. L. (2001), *The Law And Business of International Project Finance*, New York: Transnational Publishers, Inc.

Khan, M. F. K. e R. J. Parra (2003), *Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices*, Singapore: Prentice Hall.

Merna, A., Y. Chu e F. Al-Thani (2010), *Project Finance in Construction*, Oxford: Wiley-Blackwell.

Neves, J. C. (2004), *Análise Financeira – Vol. I – Técnicas Fundamentais*, Lisboa, Portugal: Texto Editora.

Rodrigues, J. A. e A. M. Simões (2008), *Analisar a Performance Financeira – Uma visão multidimensional*, Lisboa, Portugal: Áreas Editora.

Rowe, M. (1999), *Trade and Project Finance In Emerging Markets*, Chippenham, United Kingdom: Euromoney Books.

Savas, E. S. (2000), *Privatization and Public-Private Partnerships*, New York: Seven Bridges Press.

Schwartz, G., A. Corbacho e K. Funke (2008), *Public Investment and Public-Private Partnerships – Addressing Infrastructure Challenges and Managing Fiscal Risks*, New York: Palgrave Mcmillan.

Vernimmen, P., P. Quiry, M. Dallocchio, Y. Fur e A. Salvi (2005), *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester, United Kingdom: John Wiley & Sons.

Yescombe, E. R. (2002), *Principles of Project Finance*, San Diego: Academic Press.

Yescombe, E. R. (2007), *Public–Private Partnerships: Principles of Policy and Finance*, Oxford: Butterworth-Heinemann.

# Contribuições para o trabalho coletivo:

Akintoye, A. (2009), PPPs for Physical Infrastructure in Developing Countries, em Akintoye, A. e M. Beck (Eds.) *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*, Oxford, United Kingdom: Wiley-Blackwell, 123-144.

Angelides, D. C. e Y. Xenidis (2009), PPP Infrastructure Investments: Critical Aspects and Prospects, em Akintoye, A. e M. Beck (Eds.), *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*, Oxford, United Kingdom: Wiley-Blackwell, 165-180

Chinyio, E. e R. Gameson (2009), Private Finance Initiative in Use, em Akintoye, A. e M. Beck (Eds.) *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*, Oxford, United Kingdom: Wiley-Blackwell, 3-26.

Donahue, J. D. e R. J. Zeckhauser (2006), Public-Private Collaboration, Moran, M., em M. Rein e R. E. Goodin (Eds.), *The Oxford Handbook of Public Policy*, Oxford: Oxford University Press, 496-525.

Farneti F., E. Padovani e D. W. Young (2010), Governance of Outsourcing and Contractual Relationships, em Osborne, S. P. (Ed.), *The New Public Governance? Emerging perspectives on the theory and practice of public governance*, New York: Routledge, 255-269.

Greve, C e G. Hodge (2010), Public-Private Partnerships and Public Governance Challenges, em Osborne, S. P. (Ed.), *The New Public Governance? Emerging perspectives on the theory and practice of public governance*, New York: Routledge, 149-162.

Ho, S. P. (2009), Government Policy on PPP Financial Issues: Bid Compensation and Financial Renegotiation, em Akintoye, A. e M. Beck (Eds.), *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*, Oxford, United Kingdom: Wiley-Blackwell, 267-300.

Kettl, D. F. (2010), Governance, Contract Management and Public Management, em Osborne, S. P. (Ed.), *The New Public Governance? Emerging perspectives on the theory and practice of public governance*, New York: Routledge, 239-254.

Read, M. e D. Marsh (2002), Combining Qualitative and Quantitative Methods", em Marsh, D. e G. Stoker (Eds.), *Theory and Methods in Political Science* (2<sup>a</sup> Ed.), New York: Palgrave MacMillan, 231-248.

Yeager, S. J. (2007), Classic Methods in Public Administration Research, em Rain, J., W. B. Hildreth e G. J. Miller (Eds.), *Handbook of Public Administration (3<sup>a</sup> Ed.)*, Boca Raton: CRC Press, 851-979.

# **Periódicos científicos:**

Gerrard, M. B. (2001), What are public-private partnerships, and how do they differ from privatizations?, *Finance & Development (A quarterly magazine of the IMF)*, Volume 38, Number 3.

Morrison, R. (Ed.) (2012), PF market climbs, a little, *Project Finance International*, Issue 472, 42-71.

## **Imprensa:**

Babo, M. J. (2010), MSF adquire 25% das Auto-Estradas do Oeste, *Jornal de Negócios*, 25 Fevereiro.

Gomes, J. T. (2011), A Construção na proposta de Orçamento do Estado para 2012, *Jornal da Construção*, 3 Novembro.

Saramago, J. (2011), Alargamento da A8 custa 62 milhões, Correio da Manhã, 10 Maio.

Silva, N. M. (2010), Empresário angolano preside à Construtora do Tâmega com 38%, *Diário Económico*, 20 Abril.

#### Referências não publicadas retiradas da internet:

Abertis (2001), Auto-Estradas do Atlântico unveils two new sections of the A8 and A15, 11 de Outubro, <a href="http://www.abertis.com/news/auto-estradas-do-atlantico-unveils-two-new-sections-of-the-a8-and-a15/var/lang/en/idm/487/idc/98/ano/2001/mes/10">http://www.abertis.com/news/auto-estradas-do-atlantico-unveils-two-new-sections-of-the-a8-and-a15/var/lang/en/idm/487/idc/98/ano/2001/mes/10</a>

Abertis (2002), Acesa agrees to sell its part of Auto-Estradas do Atlântico to BPI, 22 de Março, <a href="http://www.abertis.com/news/acesa-agrees-to-sell-its-part-of--auto-estradas-do-atlantico-to-bpi--/var/lang/en/idm/487/idc/141/ano/2002/mes/3">http://www.abertis.com/news/acesa-agrees-to-sell-its-part-of--auto-estradas-do-atlantico-to-bpi--/var/lang/en/idm/487/idc/141/ano/2002/mes/3</a>

Abertis, Annual Report 2000, http://www.abertis.com/dyndata/memo2000\_5.pdf.

Abertis, Annual Report 2001, http://www.abertis.com/dyndata/memo2001 ing 1.pdf

Abertis, Annual Report 2002, http://www.abertis.com/dyndata/full\_annual\_report\_2002.pdf

Abertis, Annual Report 2003, http://www.abertis.com/dyndata/full\_annual\_report\_2003.pdf

Abertis, Annual Report 2004, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/full\_annual\_report\_2004.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/full\_annual\_report\_2004.pdf</a>
Abertis, Annual Report 2005, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/informe\_anual\_2005\_2.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/informe\_anual\_2005\_2.pdf</a>
Abertis, Annual Accounts 2006, <a href="http://www.abertis.com/annual-report/var/lang/en/idm/463/ano/2006/ord/1">http://www.abertis.com/annual-report/var/lang/en/idm/463/ano/2006/ord/1</a>

Abertis, Annual Accounts 2007, <a href="http://www.abertis.com/memorias/pdf/pdf4\_eng.pdf">http://www.abertis.com/memorias/pdf/pdf4\_eng.pdf</a>
Abertis, Annual Report 2008, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/informe\_anual\_08\_en\_1.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/informe\_anual\_08\_en\_1.pdf</a>
Abertis, Contas Anuais 2009, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/Contas\_Anuais\_2009-Abertis\_Infraestructuras\_1.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/Contas\_Anuais\_2009-Abertis\_Infraestructuras\_1.pdf</a>

Abertis, Consolidated annual accounts 2010, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/ccaa\_en\_1.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/ccaa\_en\_1.pdf</a>

Abertis, Consolidated annual accounts and consolidated Directors' report rear ended 31 December 2011, <a href="http://www.abertis.com/dyndata/OK\_CCAACC\_Ingles\_2011\_3\_1.pdf">http://www.abertis.com/dyndata/OK\_CCAACC\_Ingles\_2011\_3\_1.pdf</a>

Abrantina, Relatório & Contas 2007, <a href="http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/R&C\_abrantina07\_4c4096f576fc6.pdf">http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/R&C\_abrantina07\_4c4096f576fc6.pdf</a>

Abrantina, Relatório & Contas 2008, <a href="http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/R&C\_Abrantina8-2008\_4c4096bc5bd9e.pdf">http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/R&C\_Abrantina8-2008\_4c4096bc5bd9e.pdf</a>

Abrantina, Relatório & Contas 2009, <a href="http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/RC\_Abrantina\_2009\_4d260ba821463.pdf">http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/RC\_Abrantina\_2009\_4d260ba821463.pdf</a>

Abrantina, Relatório & Contas 2010, <a href="http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/RC\_Abrantina\_Pt\_Final\_4f4bc4b15422d.pdf">http://dev.liz-online.pt/abrantina/NEW\_SITE/pics/downloads/RC\_Abrantina\_Pt\_Final\_4f4bc4b15422d.pdf</a>

Auto-Estradas do Atlântico (2012), História, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>

Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2000, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2001, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2003, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2004, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2005, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2006, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>
Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2006, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>

Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2007, http://www.aeatlantico.pt/index.asp

Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2008, http://www.aeatlantico.pt/index.asp

Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2009, <a href="http://www.aeatlantico.pt/index.asp">http://www.aeatlantico.pt/index.asp</a>

Auto-Estradas do Atlântico, Relatório e Contas de 2010, http://www.aeatlantico.pt/index.asp

Autoridade da Concorrência (2012), Pesquisa de Processos, <a href="http://www.concorrencia.pt/vPT/Controlo\_de\_concentracoes/Decisoes/Paginas/pesquisa.aspx">http://www.concorrencia.pt/vPT/Controlo\_de\_concentracoes/Decisoes/Paginas/pesquisa.aspx</a> <a href="mailto:ppNumb=32&yearNot=2010&pag=8&doc=True">pNumb=32&yearNot=2010&pag=8&doc=True</a>

BPI, Relatório e Contas 1999, <a href="http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=8A116106-0965-4394-84D9-F239BD429392">http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=8A116106-0965-4394-84D9-F239BD429392</a>

BPI, Relatório e Contas 2005, <a href="http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=FBB6AAD7-F30C-4C09-9C47-28E052D49002">http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=FBB6AAD7-F30C-4C09-9C47-28E052D49002</a>

Brisa, Relatório & Contas 2002, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BRISARELATORIOPOR">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BRISARELATORIOPOR</a> TUGUES2002.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2003, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BRISARELPORTUGUES.">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BRISARELPORTUGUES.</a>

Brisa, Relatório & Contas 2004, http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BrisaRelContas2004.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2005, http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/RelatorioContas2005.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2006, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa\_Relatorio\_Contas\_P">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa\_Relatorio\_Contas\_P</a> <a href="https://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa\_Relatorio\_Contas\_P">https://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa\_Relatorio\_Contas\_P</a>

Brisa, Relatório & Contas 2007, http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/RC2007\_PT.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2008, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Relat%C3%B3rio%20&%">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Relat%C3%B3rio%20&%</a> 20Contas%202008.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2009, http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BrisaReCConsol9PT.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2010, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Documentos/Informacao\_Financeira/Relatori">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Documentos/Informacao\_Financeira/Relatori</a> os e Contas/PTRCConsolidado.pdf

Brisa, Relatório & Contas 2011, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Comunicados/YE2011/BrisaPTConsolidado.pdf">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Comunicados/YE2011/BrisaPTConsolidado.pdf</a>

Brisa, Relatório & Contas Individual 2005, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa2005Individual3.pdf">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/Brisa2005Individual3.pdf</a>

Brisa, Relatório & Contas Individual 2006, http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BrisaIndiv2006.pdf

Brisa, Relatório & Contas Individual 2007, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/RC2007\_Individual.pdf">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/RC2007\_Individual.pdf</a>

Brisa, Relatório & Contas Individual 2008, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Assembleia">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Assembleia</a> Geral 2009/Portugues/Brisarec2 008indpt.pdf

Brisa, Relatório & Contas Individual 2009, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BrisaReCInd9PT.pdf">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/RelatoriosContas/BrisaReCInd9PT.pdf</a>

Brisa, Relatório & Contas Individual 2010, <a href="http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Documentos/Informacao\_Financeira/Relatorios\_e\_Contas/PTRCIndividual.pdf">http://www.brisa.pt/ResourcesUser/Investidores/Documentos/Informacao\_Financeira/Relatorios\_e\_Contas/PTRCIndividual.pdf</a>

Comissão Europeia (2012), Infra-estruturas para o desenvolvimento sustentável, <a href="http://ec.europa.eu/europeaid/what/infrastructure-transport/index\_pt.htm">http://ec.europa.eu/europeaid/what/infrastructure-transport/index\_pt.htm</a>

Conduril, Relatório e Contas 2007, <a href="http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/rel\_contas\_2007.pdf">http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/rel\_contas\_2007.pdf</a>

Conduril, Relatório e Contas 2008, <a href="http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/relatrio%20de%202008%20site%20conduril.pdf">http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/relatrio%20de%202008%20site%20conduril.pdf</a>

Conduril, Relatório e Contas Consolidadas 2009, http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/relatrio%20consolidado%202009.pdf

Conduril, Relatório e Contas Consolidadas 2010, <a href="http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/rcconsolidado%202010.pdf">http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/rcconsolidado%202010.pdf</a>

Conduril, Relatório e Contas Consolidadas 2011, <a href="http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/conduril%20rc%20consolidadas%20conduril%20">http://www.conduril.pt/uploads/prestcontas/conduril%20rc%20consolidadas%20conduril%20</a> 2011.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (2012), Lista PPP e Concessões – Contratos, <a href="http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/contratos">http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/contratos</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (2012), Lista PPP e Concessões – Em construção, <a href="http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/em-construcao">http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/em-construcao</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (2012), Lista PPP e Concessões – Infra-estruturas em exploração, <a href="http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/em-exploração">http://www.dgtf.pt/parcerias-publico-privadas/lista-ppp-e-concessoes/em-exploração</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 1.º Trimestre 2010, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC</a> Boletim Info PPP \_\_1T10.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 2.º Trimestre 2010, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/trimestrais/GASEPC\_B">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/trimestrais/GASEPC\_B</a> oletim Info PPP 2T10.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 3.º Trimestre 2010, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC</a> Boletim Info PPP 3T10 14 Dezembro.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 4.º Trimestre 2010, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/trimestrais/GASEPC\_B">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/trimestrais/GASEPC\_B</a> oletim Info PPP 4T10 16 03 2011.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões — 1.º Trimestre 2011, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_1T11\_Revisto.pdf">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_1T11\_Revisto.pdf</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 2.º Trimestre 2011, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_2T11\_HN.pdf">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_2T11\_HN.pdf</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 3.º Trimestre 2011, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_3T11\_HN.pdf">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP\_3T11\_HN.pdf</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (GASEPC), Boletim Informativo Parcerias Público-Privadas e Concessões – 4.º Trimestre 2011, <a href="http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP-4T11\_13Fevereiro.pdf">http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/GASEPC\_Boletim\_Info\_PPP-4T11\_13Fevereiro.pdf</a>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças, Relatório Sobre Parcerias Público-Privadas e Concessões – 2008, http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorio PPP 2008.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças, Parcerias Público-Privadas e Concessões – Relatório de 2009,

http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/Relatorio\_PPP\_2009.pdf

Direção-Geral do Tesouro e Finanças, Parcerias Público-Privadas e Concessões – Relatório 2010,

 $\frac{http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/Relatorio\_PPP\_2010.pd}{f}$ 

Direção-Geral do Tesouro e Finanças, Parcerias Público-Privadas e Concessões – Relatório 2011.

http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/2010/Relatorio\_PPP\_Concess\_oes\_2010.pdf

Edifer Construções, Relatório Anual 2007, <a href="http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777">http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construções</a>, Relatório Anual 2007, <a href="http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777">http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construções</a>, <a href="http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777">http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construções</a>, <a href="http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777">http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construções</a>, <a href="http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777">http://ebookbrowse.com/2007-rc-edifer-construcoes-pdf-d179609777</a>

Edifer Construções, Relatório Anual 2009, <a href="http://www.edifer.pt/RC/2009\_RC\_Edifer\_Construcoes.pdf">http://www.edifer.pt/RC/2009\_RC\_Edifer\_Construcoes.pdf</a>

Gabinete de Planeamento Estratégico e Relações Internacionais (2011), Colectânea de Legislação:

Parcerias Público-Privadas/Concessões, http://www.gperi.moptc.pt/tempfiles/20111214122329moptc.pdf

INE, Procedimento dos Défices Excessivos – 2ª Notificação de 2006, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=74029&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=74029&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos — 2ª Notificação de 2007, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=5546525&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=5546525&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos – 2ª Notificação de 2008, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=26237543&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=26237543&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos — 2ª Notificação de 2009, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=56960952&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=56960952&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos — 2ª Notificação de 2010, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=83381336&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=83381336&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos — 2ª Notificação de 2011, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=117932707&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=117932707&DESTAQUESmodo=2</a>

INE, Procedimento dos Défices Excessivos — 1ª Notificação de 2012, <a href="http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=130173427&DESTAQUESmodo=2">http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\_destaques&DESTAQUESdest\_boui=130173427&DESTAQUESmodo=2</a>

Lena Engenharia e Construções, Relatório e Contas Consolidadas 2009, <a href="http://www.lenaconstrucoes.pt/pics/downloads/LEC\_SA\_Consolidado\_4c627737072c6.pdf">http://www.lenaconstrucoes.pt/pics/downloads/LEC\_SA\_Consolidado\_4c627737072c6.pdf</a>

Lena Engenharia e Construções, Relatório e Contas Consolidadas 2010, <a href="http://www.lenaconstrucoes.pt/pics/downloads/R&C\_Lena\_Engenharia\_e\_Construcoes\_2010\_4f4ba4a608a9a.pdf">http://www.lenaconstrucoes.pt/pics/downloads/R&C\_Lena\_Engenharia\_e\_Construcoes\_2010\_4f4ba4a608a9a.pdf</a>

MSF (2012), MSF - Concessões - SGPS, <a href="http://www.msfsgps.pt/pt/concessoes.html">http://www.msfsgps.pt/pt/concessoes.html</a>

MSF Engenharia, Relatório e Contas 2010, <a href="http://www.msf.pt/uploads/documents\_pt/MSF%202010.pdf">http://www.msf.pt/uploads/documents\_pt/MSF%202010.pdf</a>

Novopca Construtores (2012), Breve História da Novopca, <a href="http://www.construtores.novopca.pt/#historia/historia.htm">http://www.construtores.novopca.pt/#historia/historia.htm</a>

Novopca Construtores, Relatório e Contas 2007, <a href="http://www.construtores.novopca.pt/informacao\_financeira/Novopca\_Relatorio\_Contas\_2007">http://www.construtores.novopca.pt/informacao\_financeira/Novopca\_Relatorio\_Contas\_2007</a>.pdf

Novopca Construtores, Relatório e Contas 2008, <a href="http://www.construtores.novopca.pt/informacao">http://www.construtores.novopca.pt/informacao</a> financeira/Novopca Relatorio Contas 2008 .pdf

Novopca Construtores, Relatório e Contas 2009, <a href="http://www.construtores.novopca.pt/informacao\_financeira/Novopca\_Relatorio\_Contas\_2009">http://www.construtores.novopca.pt/informacao\_financeira/Novopca\_Relatorio\_Contas\_2009</a>.pdf

PricewaterhouseCoopers (2004), Developing Public Private Partnerships in New Europe, <a href="http://www.foroinfra.com/nuevos\_pdf/Developing\_PPP\_New\_Europe.pdf">http://www.foroinfra.com/nuevos\_pdf/Developing\_PPP\_New\_Europe.pdf</a>

PricewaterhouseCoopers (2005), A review of PPP issues and activity, <a href="http://www.pwc.com/en\_GX/gx/government-infrastructure/pdf/promisereport.pdf">http://www.pwc.com/en\_GX/gx/government-infrastructure/pdf/promisereport.pdf</a>

Santos, F. T. (1996), Intervenção do Secretário de Estado do Tesouro e das Finanças no Project Finance — A Perspectiva Financeira do Estado, <a href="http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/SETF\_projectfin.pdf">http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/SETF\_projectfin.pdf</a>

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2004, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros">http://www.somague.pt/site/ficheiros</a> partilhados/engenharia/pt/rel c 2004/Relatorio e Cont as Somague Engenharia 2004.pdf

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2005, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2005/Relatorio\_e\_Contas\_SOMAGUE\_Engenharia\_2005.pdf">http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2005/Relatorio\_e\_Contas\_SOMAGUE\_Engenharia\_2005.pdf</a>

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2006, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros">http://www.somague.pt/site/ficheiros</a> partilhados/engenharia/pt/rel c 2006/RC%20SOMAG UE%20Engenharia%202006.pdf

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2007, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2007/RC%20Somague\_%20Engenharia%202007\_IAS.pdf">http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2007/RC%20Somague\_%20Engenharia%202007\_IAS.pdf</a>

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2008, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2008/RC\_flash/default.html">http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2008/RC\_flash/default.html</a>

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2009, <a href="http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2009/epub/PT/index.ht">http://www.somague.pt/site/ficheiros\_partilhados/engenharia/pt/rel\_c\_2009/epub/PT/index.ht</a> ml

Somague Engenharia, Relatório e Contas 2010, http://www.somague.pt/site/ficheiros partilhados/engenharia/pt/rel c 2010/index.html

Zagope, Demonstrações Financeiras 2005, <a href="http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Ruh1CHp2Uqo%3d&tabid=62&mid=531">http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Ruh1CHp2Uqo%3d&tabid=62&mid=531</a>

Zagope, Demonstrações Financeiras 2006, <a href="http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=3%2fsalmS%2fYR0%3d&tabid=62&mid=5">http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=3%2fsalmS%2fYR0%3d&tabid=62&mid=5</a>

Zagope, Demonstrações Financeiras 2007, <a href="http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=xn1I5GXkfWc%3d&tabid=62&mid=531">http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=xn1I5GXkfWc%3d&tabid=62&mid=531</a>

Zagope, Demonstrações Financeiras 2008, http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=yHApvWcEAnk%3d&tabid=62&mid=531

Zagope, Relatório e Contas 2009, <a href="http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=a5A1%2fAwaNNY%3d&tabid=62&mid=53">http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=a5A1%2fAwaNNY%3d&tabid=62&mid=53</a>

Zagope, Demonstrações Financeiras 2010, <a href="http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=s0ZvuA3yN2k%3d&tabid=62&mid=531">http://www.zagope.pt/LinkClick.aspx?fileticket=s0ZvuA3yN2k%3d&tabid=62&mid=531</a>

### Legislação

n.º Lei 91/2001, 20 2001, de de Agosto de http://www.dre.pt/pdf1s/2001/08/192A00/53525369.pdf n.º Decreto-Lei 86/2003, de 26 de Abril de 2003, http://dre.pt/pdf1sdip/2003/04/097A00/26822686.pdf n.º Lei 48/2004, 2004, de 24 de Agosto de http://www.dre.pt/pdf1s/2004/08/199A00/56335655.pdf

Decreto-Lei n.º 141/2006, de 27 de Julho de 2006, <a href="http://dre.pt/pdf1sdip/2006/07/14400/53445356.pdf">http://dre.pt/pdf1sdip/2006/07/14400/53445356.pdf</a>

Decreto-Lei n.º 380/2007, de 13 de Novembro de 2007, <a href="http://dre.pt/pdf1sdip/2007/11/21800/0840308437.pdf">http://dre.pt/pdf1sdip/2007/11/21800/0840308437.pdf</a>

### **Outros**

Lena Concessões e Serviços, Relatório & Contas 2009.

Lena Concessões e Serviços, Relatório & Contas 2010.

MSF Engenharia, Relatório e Contas 2009.

# Anexo 1: Legislação relativa às PPP

# 1. Legislação Genérica

Regime de Parcerias Públic	co-Privadas
Decreto-Lei n.º 141/2006	Primeira alteração ao Decreto-Lei n.º 86/2003, revendo o regime jurídico aplicável à intervenção do Estado na definição, conceção, preparação, concurso, adjudicação, alteração, fiscalização e acompanhamento global de parcerias público-privadas.
Despacho n.º 13940/2003	Atribui à Inspecção-Geral de Finanças, quanto às matérias económico-financeiras, os poderes de fiscalização e controlo da execução das PPP, previstos no artigo 12º do Decreto-Lei n.º 86/2003.
Decreto-Lei n.º 86/2003	Define normas especiais aplicáveis às parcerias público- privadas.
PARPÚBLICA	
Despacho Normativo n.º 35/2003	Incumbe à PARPÚBLICA — Participações Públicas (SGPS) SA, a prestação de apoio técnico ao Ministro das Finanças, no contexto dos procedimentos de definição, conceção, preparação, concurso, adjudicação, alteração e acompanhamento global das PPP, reguladas no Decreto-Lei n.º 86/2003.
Decreto-Lei n.º 312/2000	Altera o Decreto-Lei n.º 209/2000, que reorganiza sob a forma empresarial a gestão da carteira de títulos do Estado e do património imobiliário público através da criação da PARPÚBLICA – Participações Públicas (SGPS), SA.
Decreto-Lei n.º 209/2000	Reorganiza sob a forma empresarial a gestão da carteira de títulos do Estado e do património imobiliário público através da criação da PARPÚBLICA — Participações Públicas (SGPS), SA.
Lei de Enquadramento Orç	gamental
Lei n.° 48/2004	Terceira alteração à Lei n.º 91/2001 (lei de enquadramento orçamental) – no que se refere às parcerias público-privadas, interessa especialmente a disciplina fixada nos respetivos artigos – 10°,18°, 19°, 31° e 37°.
Lei n.º 91/2001	Lei de enquadramento orçamental.
Regime de Contratação Púl	blica
Decreto-Lei n.º 223/2009	Altera o Decreto-Lei n.º 18/2008, que aprovou o Código dos Contratos Públicos, prorrogando até 31 de Outubro de 2009 a possibilidade de os documentos que constituem a proposta ou a candidatura poderem ser apresentados em suporte papel.
Portaria n.º 701-A/2008	Estabelece os modelos de anúncio de procedimentos précontratuais previstos no Código dos Contratos Públicos a publicitar no Diário da República.

Aprova o Código dos Contratos Públicos, que estabelece a
disciplina aplicável à contratação pública e o regime
substantivo dos contratos públicos que revistam a natureza de
contrato administrativo.
TD 4 0 1 7
cas, Transportes e Comunicações
Aprova a orgânica do Instituto de Infraestruturas Rodoviárias,
I. P InIR

## 2. Legislação relativa a PPP de Infraestruturas Rodoviárias

# Concessão Oeste Resolução do Conselho de Ministros n.º 140-A/98 Aprova a minuta do contrato de concessão de lanços de autoestradas e conjuntos viários associados na zona Oeste de Portugal a celebrar entre o Estado Português e o consórcio Autoestradas do Atlântico — Concessões Rodoviárias de Portugal, SA. Decreto-Lei n.º 393-A/98 Atribui ao consórcio Autoestradas do Atlântico — Concessões Rodoviárias de Portugal, S. A., a concessão da conceção, projeto, construção, financiamento, exploração e conservação de lanços de autoestrada na zona Oeste de Portugal e aprova as bases da concessão.

Fonte: Adaptado de GPERI (2011)

Anexo 2: Encargos Líquidos do Estado relativamente às PPP entre 2000 e 2011

Concessão	2000-2006	2007	2008	2009	2010	2011
Lusoponte	158	23	14	21	18	16
Norte	204	0	0	0	147	276
Oeste	3	0	0	14	20	12
Beira Interior	234	162	136	139	132	141
Brisa	110	0	0	0	0	0
Costa de Prata	91	92	71	72	83	72
Algarve	107	41	43	43	44	42
Interior Norte	15	37	92	109	105	441
Beiras Litoral e Alta	16	107	179	162	196	171
Norte Litoral	12	59	42	43	45	47
Grande Porto	7	39	78	80	101	99
Litoral Centro	0	0	0	0	0	0
Grande Lisboa	0	-43	0	4	8	11
Douro Litoral	0	0	-250	0	0	0
Transmontana	0	0	-1	0	0	0
Douro Interior	0	0	0	-1	0	0
Túnel do Marão	0	0	-1	0	0	200
Baixo Alentejo	0	0	0	-1	0	0
Baixo Tejo	0	0	0	-1	0	0
Litoral Oeste	0	0	0	-1	0	0
Algarve Litoral	0	0	0	-1	0	0
Pinhal Interior	0	0	0	0	0	0
Total	957	517	403	682	899	1.526

Anexo 3: Comparação entre o Investimento e os Encargos Líquidos incorridos entre 2000 e 2011

	Timele de	Investimento	Encargos	
		(preços 2011)	_	( ) ( )
Concessão	Concessão	(a)	2000-2011 (b)	
Lusoponte	I	1.263	250	1.014
Norte	III	1.174	627	547
Oeste	I	605	49	557
Beira Interior	II	839	944	-105
Brisa	I	2.687	110	2.577
Costa de Prata	III	416	481	-65
Algarve	II	296	320	-24
Interior Norte	II	654	799	-145
Beiras Litoral e Alta	II	894	831	62
Norte Litoral	III	396	248	149
Grande Porto	III	591	404	187
Litoral Centro	I	625	0	625
Grande Lisboa	III	189	-20	209
Douro Litoral	I	817	-250	1.067
Transmontana	IV	549	-1	550
Douro Interior	IV	657	-1	658
Túnel do Marão	IV	357	199	158
Baixo Alentejo	IV	395	-1	396
Baixo Tejo	IV	279	-1	280
Litoral Oeste	IV	458	-1	459
Algarve Litoral	IV	171	-1	172
Pinhal Interior	IV	971	0	971
Total		15.282	4.984	10.298

I) Concessão tradicional

II) SCUT

III) ex-SCUT

IV) Subconcessões

Anexo 4: Encargos Líquidos estimados para o período de 2012 a 2040

Concessão	VAL*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039 2	2040
Lusoponte	6	5	3	3	3	2	2	2	2	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Norte	1.140	19	75	76	67	59	69	73	81	83	87	87	94	104	104	87	39	28	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oeste	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Beira Interior	676	147	137	130	124	84	76	56	16	5	2	-4	-10	-32	-45	-47	-48	-50	-38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brisa	-429	-9	-17	-19	-21	-24	-27	-31	-31	-32	-32	-32	-33	-33	-33	-33	-33	-34	-34	-34	-34	-34	-34	-34	-34	0	0	0	0	0
Costa de Prata	134	64	20	10	17	19	12	14	13	8	9	5	4	3	-21	-29	-29	-31	-32	-23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Algarve	50	13	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	-1	-1	0	-1	-1	4	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interior Norte	1.284	118	115	107	105	83	72	69	69	68	66	63	57	51	47	13	-8	-11	-11	-11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Beiras Litoral e Alta	1.074	136	105	95	95	70	72	74	76	78	78	71	67	66	62	33	17	12	-6	-14	-14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Norte Litoral	64	33	5	5	5	5	4	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-4	-5	-6	-7	-8	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grande Porto	907	86	64	68	61	64	63	63	67	64	66	65	63	60	57	55	47	43	41	32	28	27	0	0	0	0	0	0	0	0
Litoral Centro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grande Lisboa	281	12	12	13	14	15	18	20	20	20	21	21	21	22	22	22	21	22	21	20	18	16	13	12	10	8	0	0	0	0
Douro Litoral	11	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Transmontana	855	-2	-20	68	65	62	61	68	63	67	62	61	54	51	50	57	59	56	49	51	55	62	67	73	64	61	60	59	0	0
Douro Interior	1.259	-12	0	114	105	104	101	95	96	96	96	96	91	88	83	78	80	81	77	74	74	78	81	79	63	54	52	61	0	0
Túnel do Marão	180	3	9	24	23	21	21	24	23	21	16	14	13	13	13	7	12	8	5	5	-3	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-10	0	0
Baixo Alentejo	551	-2	-4	51	44	40	38	41	43	43	38	35	34	32	34	34	37	39	37	37	38	40	44	47	38	26	24	23	0	0
Baixo Tejo	511	-10	-11	72	91	90	83	79	80	80	77	73	29	18	-60	0	-4	0	-2	-6	-5	-5	-3	-3	-5	-6	2	-9	0	0
Litoral Oeste	787	-8	-8	98	126	127	128	125	126	124	118	112	33	13	-47	-4	-5	-2	0	0	-3	-2	-3	-7	-8	-8	-9	-9	-2	0
Algarve Litoral	462	0	0	21	27	28	29	31	33	36	37	37	33	28	29	30	32	34	37	37	34	31	32	35	25	40	40	40	3	0
Pinhal Interior	884	-4	-48	49	120	128	122	119	115	117	115	106	99	90	77	69	67	61	58	38	9	1	0	-48	-60	-60	-60	-60	-60	-28
Total	10.704	589	438	987	1.073	979	946	926	896	876	853	806	644	566	363	364	274	245	192	179	188	209	191	147	85	107	101	95	-59	-28

\* Valor Atualizado Líquido dos encargos líquidos entre 2012 e 2040

Unidade: Milhões de euros

Anexo 5: Comparação entre o Investimento e os Encargos Líquidos Totais

		Investimento (preços 2011)		VAL dos Encargos Líquidos	
Concessão	Concessão	(a)	2000-2011 (b)	(2012-2040) (c)	(a)-(b)-(c)
Lusoponte	I	1.263	250	6	1.008
Norte	III	1.174	627	1.140	-593
Oeste	I	605	49	17	540
Beira Interior	II	839	944	676	-781
Brisa	I	2.687	110	-429	3.006
Costa de Prata	III	416	481	134	-199
Algarve	II	296	320	50	-74
Interior Norte	II	654	799	1.284	-1.429
Beiras Litoral e Alta	II	894	831	1.074	-1.012
Norte Litoral	III	396	248	64	85
Grande Porto	III	591	404	907	-720
Litoral Centro	I	625	0	0	625
Grande Lisboa	III	189	-20	281	-72
Douro Litoral	I	817	-250	11	1.056
Transmontana	IV	549	-1	855	-305
Douro Interior	IV	657	-1	1.259	-601
Túnel do Marão	IV	357	199	180	-22
Baixo Alentejo	IV	395	-1	551	-156
Baixo Tejo	IV	279	-1	511	-231
Litoral Oeste	IV	458	-1	787	-328
Algarve Litoral	IV	171	-1	462	-291
Pinhal Interior	IV	971	0	884	87
Total		15.282	4.984	10.704	-406

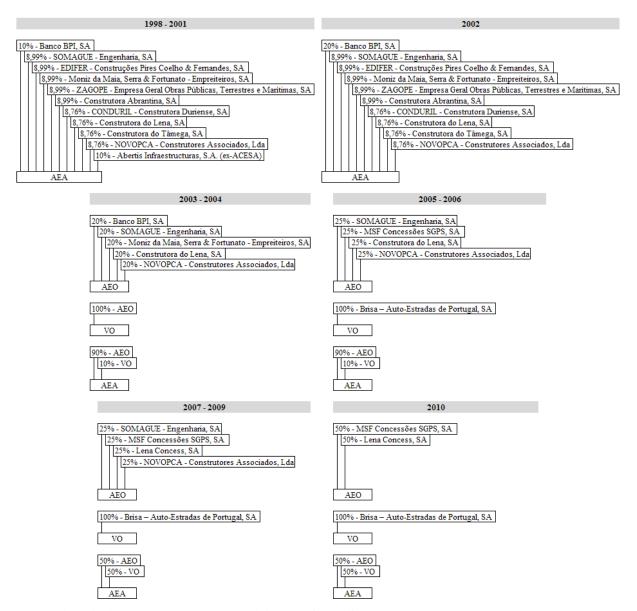
I) Concessão tradicional

II) SCUT

III) ex-SCUT

IV) Subconcessões

### Anexo 6: Alterações na Estrutura Acionista da AEA



Fonte: Adaptado de AEA (2000-2010); Jornal de Negócios Online (2010)

Anexo 7: Utilização do passivo financeiro remunerado

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EIB	149.639	209.495	209.495	209.495	209.495	209.495	209.495	209.495	198.596	187.361	175.183	163.211
Project Finance	0	0	181.200	209.495	209.495	202.431	189.448	176.463	163.688	150.691	135.934	119.282
stand by	0	16.544	4.384	14.181	14.634	15.048	11.287	11.747	12.376	13.099	13.697	19.828
Divida subordinada	0	0	0	18.212	30.624	32.864	35.196	37.933	41.315	45.449	49.339	47.500
Total das Dívidas a Instituições de Crédito	149.639	226.039	395.079	451.384	464.248	459.837	445.427	435.638	415.976	396.601	374.154	349.821
Suprimentos	0	15.904	49.900	60.659	63.231	65.618	68.140	71.107	75.040	79.717	96.100	98.762
Total do Passivo Financeiro Remunerado	149.639	241.942	444.978	512.043	527.479	525.456	513.566	506.745	491.015	476.318	470.253	448.583

Anexo 8: Demonstrações Financeiras da AEA (1999-2010)

Demonstração de Resultados	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 *	2010 *
Prestação de Serviços	22.660	25.482	30.067	48.130	51.295	54.695	56.300	57.953	64.079	67.265	69.270	67.720
FSE	9.406	10.249	14.125	12.052	14.425	14.794	14.681	14.290	14.581	15.913	12.545	12.642
Trabalhos para a própria empresa	1.394	7.449	12.068	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros rendimentos e ganhos operacionais	8	87	1.690	1.790	516	590	1.379	1.290	1.548	1.073	1.168	1.229
Custos com o pessoal	3.509	4.304	5.359	6.743	6.995	7.402	7.609	7.726	7.703	7.632	8.705	8.231
Outros custos e perdas operacionais	3	7	110	77	94	94	76	97	88	188	2.985	166
Resultado antes de depreciações,												
gastos de financiamento e impostos	11.143	18.458	24.232	31.048	30.297	32.997	35.312	37.130	43.255	44.606	46.204	47.911
Amortizações	3.113	3.299	8.938	21.620	22.540	22.750	24.430	23.189	21.690	22.288	20.662	20.509
Ajustamentos/Imparidade	0	0	112	190	264	562	580	371	219	197	2.886	3.013
Resultado Operacional	8.030	15.159	15.182	9.238	7.494	9.684	10.302	13.569	21.346	22.120	22.657	24.389
Proveitos Financeiros	149	1.516	277	357	867	905	972	1.471	2.134	2.278	360	535
Custos e perdas financeiros	7.853	14.115	22.925	30.434	29.202	26.823	25.383	27.246	30.313	32.015	26.403	21.740
Resultado Corrente	326	2.560	-7.466	-20.840	-20.841	-16.233	-14.109	-12.206	-6.833	-7.616	-3.386	3.183
Proveitos extraordinários	2	5	99	39	2	11	2.252	454	395	402	0	0
Custos e perdas extraordinários	5	4	11	3	174	18	258	34	1.040	57	0	0
Resultado Antes de Impostos	323	2.562	-7.379	-20.803	-21.013	-16240	-12.115	-11.787	-7.477	-7.271	-3.386	3.183
Imposto	1	949	-2.455	-7.137	-4.410	-4.667	-2.112	190	3.380	6.007	865	-376
Resultado Líquido	322	1.613	-4.923	-13.666	-16.603	-11.573	-10.003	-11.976	-10.858	-13.279	-4.251	3.559

<sup>\*</sup> Demonstrações Financeiras preparadas de acordo com o SNC

Balanço	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 *	2010 *
Ativo Intangível Bruto	189	317	326	391	438	964	964	964	964	1.183	518.862	532.789
Amortizações	0	190	293	331	385	598	789	964	964	1.037	158.046	176.076
Ativo Intangivel Liquido	189	127	33	60	53	367	175	0	0	146	360.816	356.712
Ativo Tangível Bruto	126.331	323.355	528.217	539.202	541.715	542.535	554.139	555.114	551.496	555.473	39.090	40.345
Amortizações	0	6.474	15.308	36.889	59.337	81.861	105.926	128.893	147.683	169.828	21.470	23.840
Ativo Tangivel Liquido	126.331	316.881	512.909	502.312	482.378	460.674	448.213	426.220	403.813	385.645	17.620	16.505
Ativos por impostos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16.115	16.510
Dividas de Terceiros	25.617	15.740	30.993	7.057	6.779	6.692	6.355	6.414	4.121	6.952	10.055	9.252
Caixa e Bancos	69.323	19.629	7.290	39.883	50.009	51.435	52.870	54.777	49.870	49.776	53.073	41.311
Acréscimos e Diferimentos	15.960	14.196	18.215	23.098	28.285	33.838	33.519	33.708	33.199	24.307	320	574
ATIVO	237.419	366.573	569.440	572.410	567.504	553.006	541.132	521.120	491.003	466.826	457.998	440.864
Capital Social	54.868	54.868	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000
Reservas	0	0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
RT	-364	-42	1.338	-3.585	-17.251	-33.854	-45.427	-55.429	-67.406	-78.264	-106.617	-110.837
Outras variações no CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32	20
RL	322	1.613	-4.923	-13.666	-16.603	-11.573	-10.003	-11.976	-10.858	-13.279	-4.251	3.559
CAPITAL PRÓPRIO	54.825	56.438	51.515	37.849	21.246	9.673	-330	-12.306	-23.164	-36.442	-55.737	-52.158
Dividas a Inst. Financeiras	149.642	226.039	395.092	451.384	464.248	459.837	445.427	435.638	415.976	396.601	376.227	351.680
Acionistas	0	15.904	49.900	60.659	63.231	65.618	68.140	71.107	75.040	79.717	96.100	98.762
Dividas a terceiros	23.359	58.830	60.543	8.619	5.925	7.130	9.383	8.490	5.412	10.046	35.397	37.164
Passivos por impostos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.095	1.834
Acréscimos e Diferimentos	9.593	9.362	12.391	13.899	12.854	10.747	18.512	18.190	17.740	16.904	3.916	3.583
PASSIVO	182.594	310.135	517.925	534.561	546.258	543.332	541.462	533.426	514.167	503.268	513.735	493.022
PASSIVO + CP	237.419	366.573	569.440	572.410	567.504	553.006	541.132	521.120	491.003	466.826	457.998	440.864

<sup>\*</sup> Demonstrações Financeiras preparadas de acordo com o SNC

Demonstração de Fluxos de Caixa	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 *	2010 *
Fluxo das actividades operacionais	13.037	33.345	26.933	59.910	28.256	32.557	38.564	36.181	40.035	46.852	48.420	41.498
Fluxo das atividades de investimento	-29.163	-181.702	-222.806	-67.519	-5.005	-758	-9.994	-366	982	-200	-13.075	-10.657
Fluxo das atividades de financiamento	71.128	98.661	183.533	40.202	-13.125	-30.373	-27.136	-33.908	-45.924	-46.747	-32.048	-42.602
Efeito das diferenças de câmbio	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variação de Contas de Reserva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.535	10.991
Fluxo de Caixa	55.001	-49.694	-12.339	32.593	10.127	1.426	1.435	1.907	-4.907	-94	4.831	-770
Saldo de Caixa no início do exercício	14.322	69.323	19.629	7.290	39.883	50.009	51.435	52.870	54.777	49.870	3.785	8.616
Saldo de Caixa no fim do exercício	69.323	19.629	7.290	39.883	50.009	51.435	52.870	54.777	49.870	49.776	8.616	7.846

<sup>\*</sup> Demonstrações Financeiras preparadas de acordo com o SNC

# Anexo 9: Informação Financeira da Abertis (1999-2011)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	3.192.246	4.091.320	4.267.313	6.458.681	9.684.659	7.095.183	8.446.672	19.217.335	20.827.511	22.220.601	24.637.348	25.292.179	22.749.195
Capital Próprio	1.681.241	1.721.473	1.764.752	2.033.390	3.107.354	2.904.252	3.036.133	4.446.621	5.019.578	4.778.966	5.761.774	5.453.482	4.415.713
Passivo Financeiro	473.489	1.154.718	1.227.373	2.521.531	3.623.169	3.523.121	4.316.519	12.434.482	13.164.174	14.627.354	15.185.521	15.375.954	14.545.669
Resultado Liquido	149.237	162.760	171.948	195.329	355.206	488.768	511.233	530.030	682.180	618.352	653.064	661.615	720.094
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	4,60%	4,15%	4,05%	5,06%	3,80%	4,80%	5,20%	5,25%	4,56%	4,53%	4,65%
Debt to Equity	22%	40%	41%	55%	54%	55%	59%	74%	72%	75%	72%	74%	77%
Capacidade de Autofinanciamento	175.592	199.855	237.961	258.122	443.673	801.122	882.575	1.284.815	1.467.564	1.431.960	1.619.676	1.592.934	827.427

<sup>\*</sup> Aumento do Ativo líquido total e do Passivo financeiro deve-se essencialmente à aquisição da Sanef (empresa francesa que se dedica à exploração de autoestradas em regime de concessão), empresa que integra o perimetro de consolidação da Abertis.

Unidade: milhares de euros

Fonte: Adaptado de Abertis (2000-2011)

Anexo 10: Informação Financeira das Empresas de Construção com participações na AEA

Conduril Engenharia	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.đ.	121.267	146.124	218.604	299.146	360.910	412.980
Capital Próprio	n.d.	n.đ.	28.526	35.323	60.370	90.334	122.876	141.074
Passivo Financeiro	n.d.	n.đ.	37.023	27.179	25.141	19.857	19.377	50.783
Resultado Liquido	n.d.	n.d.	1.892	6.984	26.313	33.855	34.194	19.983
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.đ.	4,13%	7,76%	7,46%	6,53%	8,09%	7,72%
Debt to Equity	n.d.	n.đ.	56%	43%	29%	18%	14%	26%
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.đ.	7.725	12.615	35.609	43.846	45.617	30.848

Fonte: Adaptado de Conduril (2007-2011)

Construtora Abrantina	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.d.	167.872	190.812	231.296	256.869	272.993	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.d.	45.844	53.865	55.056	40.602	37.564	n.d.
Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	23.880	31.707	37.620	84.778	102.472	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.d.	403	428	506	-5.006	-1.627	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	4,30%	10,57%	13,29%	6,10%	7,43%	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	34%	37%	41%	68%	73%	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.d.	2.042	2.504	1.977	-3.673	493	n.d.

Unidade: milhares de euros

Fonte: Adaptado de Abrantina (2007, 2008, 2010)

Zagope	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	125.917	113.913	155.554	234.267	421.105	554.974	744.694	n.d.
Capital Próprio	25.440	26.630	26.589	46.113	84.363	146.322	145.704	n.đ.
Passivo Financeiro	2.604	8.493	31.053	62.867	117.114	181.821	240.210	n.đ.
Resultado Liquido	1.527	227	2.797	5.478	14.980	26.913	5.866	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	78,23%	38,41%	15,56%	13,10%	9,32%	5,80%	5,51%	n.d.
Debt to Equity	9%	24%	54%	58%	58%	55%	62%	n.đ.
Capacidade de Autofinanciamento	3.889	2.000	6.426	15.638	42.973	61.009	49.357	n.d.

Fonte: Zagope (2005-2010)

Edifer Construções	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.d.	283.737	369.328	501.908	567.220	n.d.	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.d.	46.283	48.863	57.189	68.754	n.d.	n.d.
Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	56.674	89.265	119.577	143.171	n.d.	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.d.	1.481	2.449	6.190	14.409	n.d.	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	7,46%	5,55%	6,60%	4,57%	n.d.	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	55%	65%	68%	68%	n.d.	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.d.	7.614	9.519	16.439	27.994	n.d.	n.d.

Unidade: milhares de euros

Fonte: Adaptado de Edifer (2007, 2009)

Novopca Construtores	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.đ.	111.777	130.857	152.773	173.852	n.d.	n.d.
Capital Próprio	n.đ.	n.đ.	27.488	25.441	38.840	40.880	n.d.	n.d.
Passivo Financeiro	n.đ.	n.đ.	56.193	64.706	75.806	80.538	n.d.	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.đ.	400	4.171	362	881	n.d.	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	7,78%	7,99%	6,80%	5,46%	n.d.	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	67%	72%	66%	66%	n.d.	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.d.	2.103	5.975	1.330	1.895	n.d.	n.d.

Fonte: Adaptado de Novopca Construtores (2007-2009)

Somague Engenharia	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.d.	745.335	769.913	726.459	814.400	791.676	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.d.	101.722	107.787	116.732	119.452	127.519	n.d.
Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	208.265	238.864	204.730	168.599	124.491	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.d.	6.925	7.701	6.564	5.879	8.311	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	3,41%	2,36%	2,27%	2,64%	4,01%	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	67%	69%	64%	59%	49%	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.d.	28.651	27.317	32.268	20.407	34.850	n.d.

Unidade: milhares de euros

Fonte: Adaptado de Somague (2007-2010)

MSF Engenharia	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	338.583	388.642	443.617	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.d.	n.d.	n.đ.	76.756	83.261	87.561	n.d.
Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.đ.	108.210	116.155	123.300	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.d.	n.d.	n.đ.	2.148	5.836	6.194	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5,19%	8,67%	5,27%	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	59%	58%	58%	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	19.299	23.709	24.255	n.d.

Fonte: Adaptado de MSF Engenharia (2009, 2010)

Lena Engenharia e Construções, SA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.đ.	n.đ.	n.d.	n.d.	331.730	290.671	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.đ.	n.đ.	n.d.	n.d.	68.323	82.769	n.d.
Passivo Financeiro	n.đ.	n.đ.	n.đ.	n.đ.	n.d.	110.503	116.370	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.đ.	n.đ.	n.d.	n.d.	2.287	-4.430	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6,50%	6,86%	n.d.
Debt to Equity 1	n.đ.	n.d.	n.d.	n.đ.	n.đ.	48%	54%	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.đ.	n.d.	n.d.	n.đ.	n.đ.	6.368	-21	n.d.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Suprimentos estão a ser considerados como Shareholder's Equity para efeitos do cálculo do rácio

Unidade: milhares de euros

Fonte: Adaptado de LEC (2010)

Lena Concessões e Serviços SGPS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activo Liquido Total	n.d.	n.đ.	n.d.	n.d.	37.860	45.680	48.883	n.d.
Capital Próprio	n.d.	n.đ.	n.d.	n.d.	35.845	35.902	34.464	n.d.
Passivo Financeiro	n.đ.	n.đ.	n.d.	n.d.	1.961	8.095	5.700	n.d.
Resultado Liquido	n.d.	n.đ.	n.d.	n.d.	-60	83	-1.427	n.d.
Taxa de Juro Média do Passivo Financeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,98%	2,29%	8,50%	n.d.
Debt to Equity	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5%	18%	14%	n.d.
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	n.đ.	n.d.	n.d.	-60	83	-1.427	n.d.

Fonte: Adaptado de Lena Concessões e Serviços (2009, 2010)