

2 Project Finance

Para FINNERTY (1999), O *Project Finance* pode ser definido como “a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos vêem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto”.

Neste sentido, a estruturação de um *Project Finance* requer uma ampla utilização de instrumentos financeiros, comerciais e legais de mitigação de risco e controle sobre os fluxos financeiros. Assim, as características da dívida e dos títulos patrimoniais são desenhadas sob medida (*tailor made*) para as características dos fluxos de caixa projetados.

A implantação de uma estrutura deste tipo se dá, usualmente, através da criação de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) ou SPC (*Special Purpose Company*). Esta é uma das características que contribuem para a distinção de entre o *Project Finance* e as demais modalidades de financiamento. Para BORGES (2002), esta estrutura é realizada de forma a alocar retornos financeiros e riscos com mais eficiência do que aquela obtida através do financiamento corporativo.

2.1 Contextualização / Histórico

Investimentos de caráter privado, principalmente em grandes projetos de infra-estrutura, dificilmente podem ser considerados um fenômeno recente. Anteriormente à primeira guerra mundial, projetos de ferrovias, rodovias e pontes, entre outros, já eram financiados por empreendedores privados. No Século XIX, iniciativas ousadas como o Canal de Suez e a Ferrovia Trans-Siberiana foram financiadas, construídas e operadas por empresas privadas.

Após a Primeira Guerra Mundial, verifica-se um movimento significativo de redução do capital privado enquanto novos governos começam a financiar seus projetos de infra-estrutura através de endividamento público (Public-Sector

Borrowing). O Estado e as Entidades de Utilidade Pública se tornam, então, os principais fornecedores de serviços públicos.

Na Europa, durante o período do Pós-Primeira Guerra, predominaram os investimentos com a supervisão estatal na reparação dos danos causados em infra-estrutura e nos parques fabris. Este modelo, centrado na participação estatal de identificar necessidades, estabelecer políticas públicas e contratar/ construir empreendimentos de infra-estrutura acabou sendo exportado para os países em desenvolvimento (economias emergentes). Nestes países, o investimento público era suportado através de emissões de títulos de dívida ou por empréstimos obtidos junto à organizações como o Banco Mundial, o FMI (Fundo Monetário Internacional), entre outros.

Durante a década de 1980 diversos fatores conjunturais obrigaram a busca por alternativas para o desenvolvimento e financiamento de projetos de infra-estrutura. Entre eles, podemos citar: i) a alta demanda por projetos de infra-estrutura, devido às altas taxas de crescimento populacional do período; ii) a crise financeira, vivida neste período, enxugou a liquidez internacional reduzindo a capacidade de financiamento, além de ter como efeito, em diversos países, a restrição de recursos orçamentários para o financiamento de projetos de infra-estrutura.

2.2 Project Finance vs. Corporate Finance

Project Finance é uma modalidade de financiamento que se distingue da abordagem tradicional, também conhecida como *Corporate Finance*. Nesta última, o financiamento é realizado com base na análise de crédito geral da empresa. Ou seja, os credores de uma empresa dispõem do total da carteira de ativos da empresa para a geração do fluxo de caixa para o serviço de seus empréstimos. Na abordagem tradicional, os ativos e seus financiamentos são integrados à carteira de ativos e passivos da empresa (balanço patrimonial) e, em muitos casos, não são assegurados por qualquer tipo de garantia.

Neste sentido, o que distingue o *Project Finance* das demais modalidades de financiamento é que este é uma entidade jurídica distinta. Desta forma, seus ativos, contratos e fluxos de caixa são segregados de maneira substancial da entidade patrocinadora. A estrutura de financiamento de um *Project Finance* é desenhada de forma a alocar com maior eficiência os riscos e retornos financeiros do projeto quando comparado ao modelo tradicional.

2.3 Elementos de um Project Finance (Estrutura e Participantes)

A estruturação de um *Project Finance* requer uma engenharia financeira complexa, de forma a alocar os riscos e retornos a fim de tornar o projeto aceitável para todas as partes envolvidas. A figura abaixo ilustra os elementos básicos de um investimento através de um *Project Finance*.

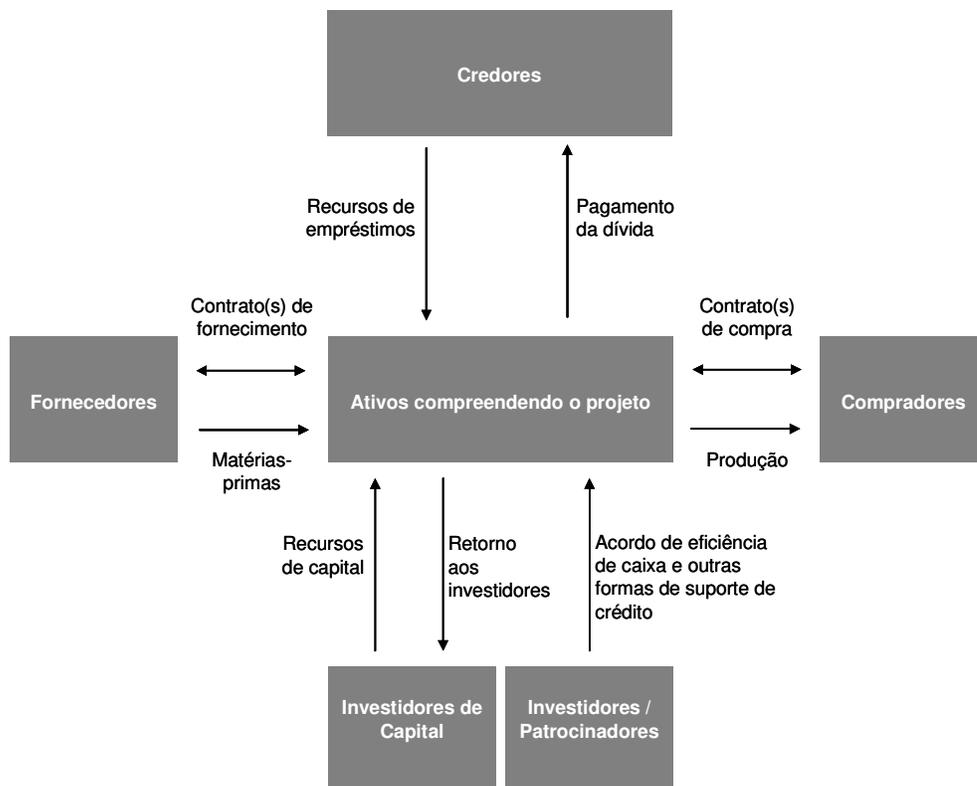


Ilustração 1: Elementos básicos de um *Project Finance*

O *Project Finance* representa, portanto, uma modalidade de financiamento que envolve diversos tipos de participantes, todos estes assumindo algum tipo de responsabilidade frente ao projeto. Desta forma, as relações contratuais acordadas entre as partes é questão central nesta modalidade de investimento. Os riscos são alocados através de contratos, que substituem assim as garantias usuais como: i) carta fiança; ii) hipoteca; iii) aval; iv) carta de crédito entre outros.

Devido a estas características, o *Project Finance* é uma modalidade de financiamento mais complexa (devido à quantidade de participantes envolvidos), onerosa (por estudos e pareceres exigidos pelas partes) e que demanda maior tempo para sua elaboração do que a abordagem tradicional.

Os principais participantes de um *Project Finance* são:

- Acionistas (*Sponsors*);
- Compradores (*Off-takers*);
- Financiadores (*Lenders*);
- Operadores (*Operators*);
- Banco Líder (*Leader Arranger*);
- Fornecedores (*Suppliers*);
- Construtores (*Constructors*);
- Seguradoras (*Insurance Companies*);
- Assessor Financeiro (*Financial Advisor*);
- Engenheiro Independente (*Independent Engineer*);
- Agente Fiduciário (*Trustee*);
- Assessoria Jurídica (*Legal Advisors*);

Segundo BONOMI (2008), as estruturas de *Project Finance* podem ser classificadas de acordo com sua finalidade. Dentre as principais podemos citar:

Estrutura	Objetivo
Build and Transfer (BT)	Proponente financia e constrói o empreendimento, que após terminado, é transferido.
Build, Lease and Transfer (BLT)	Após conclusão, o empreendimento é locado e entregue ao governo.
Build, Operate and Transfer (BOT)	O empreendedor constrói, opera e transfere o bem/ projeto ao poder concedente após determinado período, que normalmente é suficiente para que os investimentos (próprios e de terceiros sejam recuperados).
Build, Operate, Train and Transfer (BOTT)	Semelhante ao BOT, incluindo o treinamento.
Build, Own and Operate (BOO)	O empreendedor financia, constrói e opera o empreendimento, detendo a propriedade do projeto.
Build, Transfer and Operate (BTO)	O empreendedor financia, constrói, transfere e posteriormente presta serviço na operação.

Contract Add and Operate (CAO)	O empreendedor é contratado para conduzir a expansão de uma unidade já existente e explora essa atividade.
Modernize, Operate Transfer or Own (MOT/O)	O empreendedor moderniza instalações existentes, opera e as transfere ou as mantém.

Tabela 1: Tipos de Estrutura Contratual

FARIA (2003) destaca que esta tipificação não apresenta contrapartida na legislação brasileira, sendo somente uma maneira de identificação da finalidade do empreendimento financiado por meio da estrutura de *Project Finance*.

2.4 Riscos

A análise de riscos é parte integrante de qualquer etapa de análise e avaliação de um projeto. Esta fase ganha ênfase no *Project Finance*, uma vez que a principal garantia nesta modalidade é o fluxo de caixa do projeto. Desta maneira, faz-se necessário mensurar os riscos envolvidos e estabelecer instrumentos capazes de mitigá-los.

2.4.1 Classificação

De acordo com BONOMI (2008), a forma usual de classificar os riscos é dividi-los em dois grandes grupos: i) sistêmico; e ii) próprio.

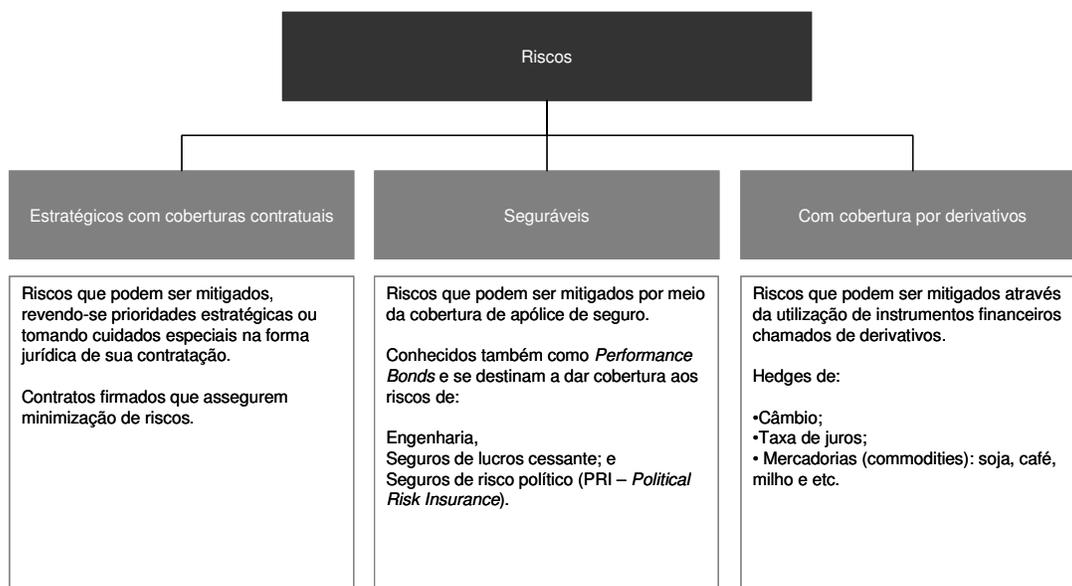
O risco sistêmico, ou conjuntural, é aquele no qual o projeto está submetido pelo sistema econômico, político ou social. O risco próprio por sua vez, é aquele intrínseco à atividade.

Outra maneira comum de classificar os diferentes tipos de risco é através de sua tipificação. BONOMI (2008) aponta para a seguinte classificação clássica:

Riscos	Financeiros	<ul style="list-style-type: none"> •Taxa de Juros; •Taxa de câmbio; •Disponibilidade de crédito; •Falta de pagamentos; •Outros.
	Ambientais, de Patrimônio e de Responsabilidade Civil	<ul style="list-style-type: none"> •Acidente e saúde; •Tóxico e ambiental; •Interrupção dos negócios; •Patrimônio (ativo fixo); •Responsabilidade civil.
	Operacionais	<ul style="list-style-type: none"> •Abastecimento de fornecedores; •Falha nas operações; •Alavancagem operacional; •Preço dos materiais e salários.
	Políticos e de negócios	<ul style="list-style-type: none"> •Político / país; •Reputação; •Regulamentação.

Ilustração 2: Quadro de Riscos

A classificação dos riscos depende do observador e de seus interesses. Sob a ótica do *Project Finance*, BONOMI (2008) sugere uma tipificação adaptada, dividindo e classificando os diferentes riscos conforme a capacidade de mitigá-los.

Ilustração 3: Classificação de Riscos Adaptada ao *Project Finance*

2.4.2 Mensuração

Outro ponto fundamental é a mensuração dos riscos dos empreendimentos. BONOMI (2008) apresenta duas metodologias clássicas empregadas na classificação de risco: i) análise estrutural, realizada pelas agências de risco; e ii) Fórmula de Fischer.

A análise estrutural é realizada por classificadores de riscos – agências de *rating* – que se utilizam de uma análise estrutural para avaliar a habilidade e de pagamento de créditos tomados por países e a qualidade de pagamento de créditos de empresas e instituições financeiras.

Dentre as principais agências de *rating* destacam-se a Moody's, a Standard and Poor's (S&P) e a Fitch. Estas agências avaliam o risco de crédito, atribuindo notas conforme sua análise. A tabela abaixo sumariza os graus (*grades*) utilizados pelas principais agências.

Interpretação		Moody's	S&P	Fitch
Avaliação de Grau de Investimento	Qualidade mais alta	Aaa	AAA	AAA
	Qualidade alta	Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Alta capacidade de pagamento	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Adequada capacidade de pagamento	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
Avaliação de grau de Especulação	Que irão cumprir suas obrigações, porém com incerteza	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
	Obrigações de alto risco	B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-

Ilustração 4: Avaliação de símbolos de dívida de longo prazo

A Fórmula de Fischer, por sua vez, foi originalmente concebida para medir riscos de inflação e, segundo BONOMI (2008) pode ser empregada para avaliar a evolução do binômio risco / retorno em um *Project Finance*.

A Fórmula de Fischer é expressa:

$$1 + T_{no\ min\ al} = (1 + T_{inf\ lação} \cdot I)(1 + T_{efetiva})$$

Para BONOMI (2008), a Fórmula de Fischer dá uma mensuração própria dos riscos, o que auxilia no estabelecimento de prioridades e na seleção de instrumentos mitigadores de risco. Adicionalmente, a fórmula permite avaliar como o *Project Finance* se comporta com a adoção de instrumentos mitigadores de risco.

2.5 Arranjos de Garantias

Segundo FINNERTY (1999), a maior parte do capital de um projeto é fornecida por investidores passivos. Por investidores passivos, entendem-se aqueles investidores que estão interessados apenas em receber um retorno sobre seu investimento e que apesar de estarem dispostos a assumir certos riscos de crédito, não desejam assumir riscos operacionais significativos ou riscos que não se baseiam na capacidade de entidade-objeto cumprir com seus compromissos financeiros.

Como decorrência deste fator, o *Project Finance* demanda a elaboração de arranjos de garantia que consigam isolar os investidores passivos de todos os riscos não-creditícios do projeto.

Os credores de um *Project Finance* usualmente demandam que os patrocinadores e outras partes com capacidade de crédito envolvidas no projeto forneçam garantias de que:

- O projeto será concluído. Mesmo que o custo exceda os valores originalmente projetados;
- Caso o projeto não seja concluído, que sua dívida seja integralmente quitada;
- O projeto quando concluído irá gerar caixa suficiente para atender todas as obrigações de serviço de dívida;
- Caso as operações do projeto sejam interrompidas, suspensas ou não concluídas, que este irá continuar a pagar suas obrigações de serviço de dívida e quitá-las dentro dos prazos previstos.

FINNERTY (1999) ressalta que o suporte de crédito de um projeto vem, em primeira instância, do próprio projeto. No entanto, esta capacidade de crédito é frequentemente complementada por arranjos de garantias entre o projeto e

seus patrocinadores ou partes com capacidade de obtenção de crédito. Assim, os credores são os beneficiários diretos destes arranjos. A forma destes compromissos varia de acordo com: i) a natureza e aspectos econômicos previstos no projeto; ii) ambiente político; e iii) mercado de capitais.

Os arranjos de garantias de um projeto são usualmente compromissos contratuais que oferecem recurso legal à capacidade de crédito de terceiros. Na maioria dos casos, essas obrigações são múltiplas e a responsabilidade de cada devedor é limitada a uma proporção predefinida da responsabilidade total.

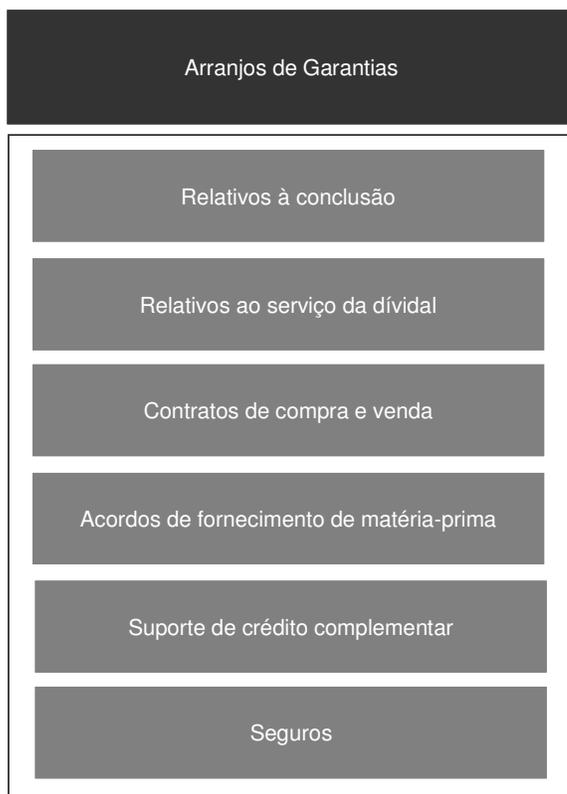


Ilustração 5: Arranjos de Garantias

2.5.1

Arranjos de Garantias relativos à conclusão

Este tipo de arranjo normalmente envolve a obrigação de conclusão do projeto ou de quitação da dívida total do mesmo. Os credores exigem dos patrocinadores e de qualquer outra parte com capacidade de obtenção de crédito o compromisso de fornecer qualquer recurso necessário para a conclusão do projeto.

A data de conclusão especificada normalmente admite atrasos, dentro de intervalos determinados. Assim, se o projeto não for concluído até a data especificada ou, por alguma razão, abandonado antes de sua conclusão, o acordo de conclusão normalmente exige que toda a dívida do projeto seja quitada pelas partes designadas.

2.5.2 Tipos de Contratos de Compra e Venda

Os contratos de compra e venda de produção ou de prestação de serviços representam os principais arranjos de garantias do projeto, após a o início de sua operação.

Segundo FINNERTY (1999), diversos fatores determinam qual o tipo de contrato mais adequado em relação a um determinado *Project Finance* incluem:

- O tipo de instalações envolvido;
- A natureza de transação de compra;
- As partes do contrato; e
- Os riscos inerentes ao projeto.

A tabela abaixo resume os principais tipos de contrato de compra e venda, além de caracterizar o nível de suporte creditício dos mesmos.

Tipo de contrato	Grau de suporte creditício
Contrato Leve se Oferecido (<i>Take-if-Offered</i>)	O contrato obriga o comprador da produção/ serviço do projeto a receber e pagar apenas se o projeto for capaz de entregá-los. O pagamento é feito mediante entrega
Contrato de Compra Firma (<i>Take-or-Pay</i>)	O contrato obriga o comprador da produção/ serviço a pagar periodicamente por uma quantidade estipulada, independente do fato de recebê-los ou não.
Contrato Haja-o-que-Houver (<i>Hell-or-High-Water</i>)	Não há qualquer saída, mesmo em circunstâncias adversas ou de força maior. O comprador deverá pagar em qualquer evento, mesmo que nenhuma produção seja entregue.
Acordo de <i>Troughput</i>	Durante um período de tempo especificado, os transportadores, ou seja, empresas de petróleo ou produtores de gás, transportam quantidade suficiente do produto através de oleoduto ou gasoduto para suprir o duto com receita em dinheiro suficiente para pagar todos os seus custos operacionais e atender a todas as suas obrigações de serviço da dívida.

<i>Contrato de Custo de Serviço (Cost of Service Contract)</i>	O contrato exige que cada devedor pague sua parte proporcional dos custos do projeto à medida que forem efetivamente incorridos, em troca de uma parcela, definida em contrato, da produção ou dos serviços disponíveis do projeto.
Acordo de Pedágio (<i>Tolling Agreement</i>)	A empresa-projeto cobra pedágio pelo processamento de matérias-primas que geralmente pertencem e são entregues pelos patrocinadores do projeto.

Tabela 2: Tipos de Compra e venda

2.5.2.1

Acordos de Fornecimento de Matéria-Prima

Os acordos de fornecimento de matéria-prima obrigam os compradores da produção / serviços do projeto a oferecer suporte creditício ao mesmo. Um acordo deste tipo representa um contrato que garantirá o suprimento das necessidades de matéria-prima do projeto.

Caso as entregas não sejam realizadas, os contratos contemplam determinados recursos. Um contrato do tipo Forneça ou Pague (*Supply-or-Pay*) obriga o fornecedor a entregar quantidades especificadas de matéria-prima através de contratos ou realizar pagamentos em volume suficiente para cobrir o serviço de sua dívida.

2.5.2.2

Seguros

A contratação de seguros normalmente é exigida como forma de proteção para acontecimentos de força maior. Em casos onde ocorram sinistros, os seguros provêm recursos para a restauração do projeto de forma a garantir a viabilidade operacional do mesmo. Adicionalmente, podem ser contratadas garantias contra riscos políticos. Segundo FARIA (2003), estas garantias contra riscos de força maior e político funcionam como uma medida mitigadora de riscos, além de serem uma forma de financiamento que se difere das demais por não estar vinculada necessariamente ao desembolso de recursos.

2.6

Aspectos Legais

2.6.1

Classificação de acordo com as garantias concedidas

BONOMI (2008) classifica as estruturas de *Project Finance*, sob a ótica da garantias concedidas, em:

Non-recourse:

O pagamento do financiamento se baseia exclusivamente nos recursos gerados pelo projeto. Desta forma, o projeto possui como única garantia o fluxo de recursos do empreendimento.

É uma estrutura rara no Brasil.

Limited recourse:

Os credores contam com um *mix* de garantias formadas por recursos gerados pelo projeto e por outras garantias convencionais cedidas pelos *sponsors* e acionistas (ex: caução de ações; *letter of credit*; *cash collateral*; etc). Estas garantias permanecem válidas por parte do período do financiamento.

É a modalidade mais comumente utilizada no Brasil.

Full-recourse:

Além dos recursos gerados pelo projeto, os credores contam com garantias convencionais concedidas pelos acionistas e/ou *sponsors* do empreendimento que cobrem a totalidade das obrigações do tomador de recursos.

2.6.2**Tipos de Contratos**

De acordo com BONOMI (2008), pode-se citar como os principais contratos celebrados no âmbito de uma operação de *Project Finance*:

- Contrato de empréstimo (*loan agreement*);
- Contrato de caução de ações (*share pledge agreement*);
- Contrato de retenção de ações (*share retention agreement*);
- Contrato de suporte financeiro dos *sponsors* (*sponsors support agreement*);
- Contrato de cessão de direitos de concessão (*concession rights assignment agreement*);
- Contrato de cessão de direitos relacionados a seguros (*insurance assignment agreement*);

- Contrato de penhor de contas bancárias (*scrow account agreement*);
- Contrato entre credores (*inter-creditor agreements*)
- Contrato de termos comuns (*common terms agreement*).

A ilustração a seguir apresenta uma estrutura contratual típica de um *project finance*:

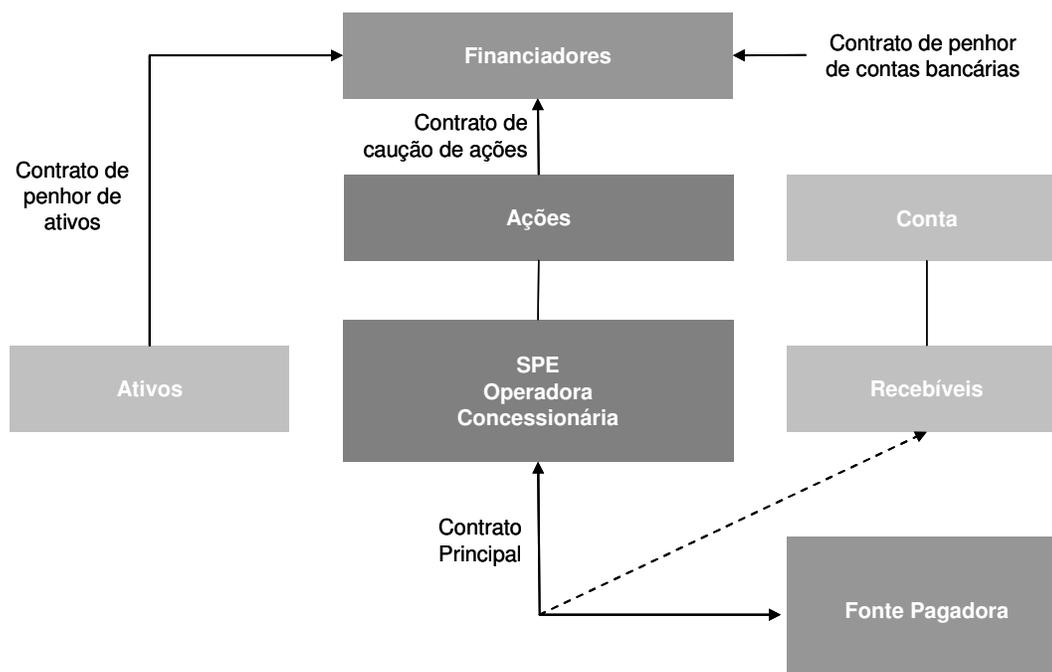


Ilustração 6: Estrutura Contratual Típica