Ana Lucia Bodas da Costa

**A utilização do Project Finance como Instrumento de
Financiamento no Setor de Infraestrutura no Brasil no
período de 1999 a 2009.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro
Dezembro de 2010

Ana Lucia Bodas da Costa

**A Utilização do Project Finance como Instrumento de
Financiamento no Setor de Infraestrutura no Brasil no
período de 1999 a 2009**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Profª. Katia Rocha

IPEA

Profª. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2010

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e da orientadora.

Ana Lucia Bodas da Costa

Graduada em Economia e Pós Graduada em Engenharia Econômica e Administração Industrial pela UFRJ (Universidade Federal do Rio de Janeiro) em 1999, MBA em Finanças Corporativas pela Fundação Getúlio Vargas em 2004, atua no mercado financeiro desde 1997, exercendo atualmente a função de gerente de produtos para a área de Atacado do Banco Santander.

Ficha Catalográfica

Costa, Ana Lucia Bodas da

A utilização do Project Finance como instrumento de financiamento no setor de infraestrutura no Brasil no período de 1999 a 2009 / Ana Lucia Bodas da Costa ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. – 2010.

122 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2010.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Financiamento de projetos. 3. Infraestrutura. 4. Fontes de financiamento. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD:658

Agradecimentos

A Deus agradeço primeiramente.

A minha mãe, pela educação, dedicação e carinho de todos os momentos.

Ao meu marido, Luiz Nobre, pelo companheirismo, motivação e paciência ao longo de todo o período dedicado a este projeto.

Ao Professor Luiz Felipe Motta pelos ensinamentos ao longo do curso e pelo apoio e orientação.

Aos Professores Marcelo Cábus Klotzle e Kátia Rocha por terem aceitado prontamente participarem da Comissão Examinadora.

Aos Professores Luiz Ferreira Xavier Borges e Jose Antonio Neto pelas importantes contribuições a este trabalho.

As minhas amigas, em especial Bianca, Fabia, Carolina e Adriana pelas palavras de apoio nas horas mais difíceis.

A todos os meus amigos e familiares, que torceram por mim e compreenderam o meu afastamento, necessário para conclusão deste trabalho.

Aos colegas do Banco Santander, que puderam compartilhar suas experiências relacionadas aos assuntos tratados neste trabalho e, mesmo aqueles que não puderam, por suas manifestações de incentivo.

Ao amigo e gestor Flávio Cardoso pela ajuda na pesquisa bibliográfica.

Aos funcionários da Secretaria do IAG, Teresa Campos e Fabio Etienne pela atenção e ajuda ao longo do curso.

A *Dealogic* por ter cedido a base utilizada neste estudo.

Resumo

Costa, Ana Lucia Bodas da; Motta, Luiz Felipe Jacques da. **A Utilização do Project Finance como Instrumento de Financiamento no Setor de Infraestrutura no Brasil no período de 1999 a 2009**. Rio de Janeiro, 2010. 122p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Apesar de sua complexa e mais custosa estrutura, a iniciativa privada tem recorrido cada vez mais ao modelo de *Project Finance* como alternativa para obtenção de financiamentos para grandes projetos, especialmente em infraestrutura, onde os projetos possuem prazos mais longos de execução e requerem grandes somas de capital. No Brasil, isso não tem sido diferente. Desde o final de década de noventa, quando tiveram início as reformas institucionais nas áreas de telecomunicações e energia, a demanda de recursos para investimentos em infraestrutura aumentou significativamente. Em dez anos, o volume de investimentos mais que dobrou, ultrapassando R\$ 120 bilhões no ano de 2009. Para os próximos anos, os números são ainda maiores. Com a realização da Copa do Mundo no país em 2014, das Olimpíadas na Cidade do Rio de Janeiro em 2016, o avanço da exploração de petróleo na camada do pré-sal pela Petrobrás e a continuação dos Programas do Governo para aceleração do crescimento (PAC), estima-se a necessidade de pelo menos R\$ 160 bilhões anuais para atender a demanda que será criada. O Governo, porém, maior provedor atual de recursos por meio do BNDES, dificilmente terá fôlego suficiente para atender toda a demanda de recursos. Assim, o presente estudo busca analisar a experiência brasileira na utilização deste modelo de financiamento no período de 1999 a 2009, apresentando as características mais comuns, bem como as limitações que o modelo encontra para desenvolvimento no Brasil. Foram descritos os dez maiores *Project Finance* do país, extraídos de uma base de 206 projetos registrados/fechados ao longo deste período. Como forma de ilustrar o avanço no uso da técnica no Brasil, será analisado em maior grau de detalhamento, o caso da Concessionária Rota das Bandeiras, primeiro *Project Bond* emitido por uma concessionária de rodovias no Brasil, que demonstra a crescente senioridade das novas estruturas.

Palavras-chave

Financiamento de projetos; infraestrutura; fontes de financiamento.

Abstract

Costa, Ana Lucia Bodas da; Motta, Luiz Felipe Jacques da (Advisor). **The use of Project Finance as a Financing Instrument at Infrastructure Sector in Brazil in the period of 1999 to 2009**. Rio de Janeiro, 2010. 122p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Despite of the complex and thus more costly structure, the private sector has resorted increasingly to a Project Finance model as finance alternative for large projects, especially for infrastructure projects that have longer periods of execution and require larger amounts of capital. In Brazil, this has been no different. Since the late nineties, when institutional reforms in the telecommunications and energy were launched, the demand for investment resources in infrastructure has increased significantly. In ten year period from 1999 to 2009, the volume of investments more than doubled, surpassing R\$ 120 billion in 2009. For the next several years, these numbers will be even greater. With the completion of the Football World Cup in 2014, the Olympic Games in Rio de Janeiro in 2016, the pre-salt layer oil exploration by Petrobrás, and the continuation of the government's programs for accelerating growth (PAC), approximately R\$ 160 billion will be required annually to meet these demands. The government, however, as the largest provider of current funds from BNDES, will struggle to meet this demand. This study analyzes the Brazilian experience in using this Project Finance funding model during the period of 1999 to 2009, presenting the most common features, as well as the limitations that the model is confronted with in Brazil. It also describes the ten largest Project Finance projects in Brazil extracted from a database of 206 projects registered and closed during this same period. To illustrate the progress in the use of the Project Finance funding model in Brazil, the case of the “Rota das Bandeiras Concession”, the first Project Bond issued by a highway concession in Brazil, is discussed in detail.

Keywords

Project finance; infrastructure; financial resources

Sumário

1. Introdução	11
1.1. Considerações Iniciais e Contextualização	11
1.2. Objetivos	13
1.3. Relevância	13
1.4. Delimitações do Estudo	14
2. Revisão de Literatura	16
2.1. Definições do Project Finance	16
2.2. Formalização de um Project Finance	18
2.2.1. Estrutura do Modelo	19
2.3. Fontes de Recursos	23
2.3.1. Capital Próprio	24
2.3.2. Dívida Subordinada	24
2.3.3. Dívida Sênior	25
2.4. Medidas Mitigadoras de Risco	26
2.4.1. Tipos de Project Finance	27
2.4.2. Instrumentos de Garantia Utilizados	29
2.4.3. Covenants	32
2.4.4. Seguros	32
2.5. Análise de Riscos	35
2.6. Project Finance e PPP	40
2.7. Diferenças entre Project Finance e Corporate Finance	42
3. Metodologia	49
3.1. Tipo de Pesquisa	49
3.2. Coleta de Dados	50
3.3. Análise de Dados	51
3.4. Tratamento e Análise de Dados	52
4. Project Finance no Brasil	53
4.1. Primeiras Operações	54
4.2. Modelo Adotado no Brasil	56
4.3. Estrutura de Garantias	58
4.4. Fontes de Recursos Utilizadas	59
4.5. Criação da EBP	71
4.6. Os Dez Maiores Projetos no Brasil	72
4.7. Perspectivas para os Próximos Anos	75

5. Project Finance da Concessionária Rota das Bandeiras	78
5.1. Breve Descrição da Companhia	78
5.2. Organização Odebrecht	80
5.3. Aspectos Gerais da Região da Concessão	82
5.4. Compromissos Assumidos com a Concessão	83
5.5. Aspectos Relevantes da Operação	85
5.6. A Operação	87
5.7. Riscos Relacionados às Debêntures	92
5.8. Financiamento BNDES	94
5.9. Conclusões da Operação	95
6. Conclusão	99
7. Referências Bibliográficas	104
Apêndice A	109
Apêndice B	111
Apêndice C	114

Lista de tabelas

Tabela 1 – Tipos de contratos entre Poder Concedente e Concessionário	23
Tabela 2 – Tipos de contratos de compra e venda	30
Tabela 3 – Principais diferenças entre <i>Project finance</i> e <i>Corporate Finance</i>	46
Tabela 4 – Evolução do <i>Project Finance</i> no Brasil (1999 a 2009)	55
Tabela 5 – Participação do <i>Project Finance</i> no setor elétrico	56
Tabela 6 – Financiamentos do BNDES no setor elétrico	60
Tabela 7 – Comparativo do mercado de valores mobiliários (1995 a 2010)	67
Tabela 8 – Características das séries emitidas de Debêntures	68
Tabela 9 – Total de emissões de debêntures (2009 – 2010)	68
Tabela 10 – Evolução de <i>Project Finance</i> no Brasil por setor (em R\$ milhões)	73
Tabela 11 – Evolução do <i>Project Finance</i> no Brasil por setor (número de projetos)	73
Tabela 12 – Dez maiores operações de <i>Project Finance</i> no Brasil (1999 – 2009)	74
Tabela 13 – Mapeamento dos Investimentos Rota das Bandeiras (2010 – 2013)	77
Tabela 14 – Cronograma de Investimentos – Rota das Bandeiras	84
Tabela 15 – Características da Operação – Rota das Bandeiras	88
Tabela 16 – Sistema de Amortização das Debêntures – Rota das Bandeiras	91
Tabela 17 – Participação por banco na emissão de Debêntures – Rota das Bandeiras – Garantia Firme	96

Lista de figuras

Figura 1 – Estrutura de um <i>Project Finance</i>	20
Figura 2 – Estrutura de Garantias de um <i>Project Finance</i>	34
Figura 3 – Evolução do Investimento do Setor Público em Infraestrutura	60
Figura 4 – Debêntures – Destinação dos Recursos	69
Figura 5 – Evolução dos Investimentos em Infraestrutura no Brasil	75
Figura 6 – Perfil dos debenturistas CBAN 11 e CBAN 21	98