

1

O Problema

Este primeiro capítulo introduz o problema do estudo, apresentando os objetivos gerais e específicos da pesquisa. São indicadas as proposições, importante elo de ligação entre o objetivo e os resultados alcançados. Finalmente, são expostas: a relevância do tema, a delimitação do estudo e a seqüência na qual o texto encontra-se organizado.

1.1. Introdução

O *Project Finance* é, fundamentalmente, uma modalidade de estruturação financeira de projetos, muito usada para grandes investimentos de infraestrutura, na qual o fluxo de caixa do projeto é a principal fonte de pagamento do serviço e da amortização do capital de terceiros. Difere, portanto, do financiamento tradicional corporativo, no que tange à análise de crédito, que foca basicamente os ativos relacionados ao projeto em si, em vez do foco tradicional de análise na totalidade dos ativos da empresa patrocinadora.

O interesse recente pelo *Project Finance*, tanto na academia quanto na prática empresarial está diretamente relacionado à maior participação do capital privado no financiamento de projetos de setores de infra-estrutura antes sob domínio público, sendo também utilizado em projetos industriais, porém em menor escala.

No Brasil, a discussão em torno do *Project Finance* ganhou força após o início das reformas institucionais nos setores de infra-estrutura na década de 90, com a grande mudança do papel do Estado na economia brasileira, que deixou de ser o principal investidor em projetos de infra-estrutura, passando esta função à iniciativa privada. Reformas institucionais ocorreram nos setores de telecomunicações, energia elétrica, petróleo e gás, e infra-estrutura de transporte, dentre outros.

O presente trabalho procura entender como e porquê o *Project Finance* tem sido usado no financiamento de projetos no setor elétrico brasileiro, através

do Estudo de Caso da estruturação financeiro-empresarial para a implantação da Usina Hidrelétrica de Barra Grande pela Barra Grande Energética S/A.

O trabalho busca analisar as principais características da implementação do *Project Finance* no caso específico mencionado vis-à-vis a natureza do mercado e o ambiente regulatório.

1.2. Objetivos do Estudo

Este trabalho tem por objetivo geral: (a) levantar os motivos que têm levado à escolha do *Project Finance* como estrutura financeiro-empresarial para estruturação de projetos no setor elétrico brasileiro e (b) traçar como tem sido implementado o *Project Finance* neste setor a partir do caso da Usina Hidrelétrica de Barra Grande.

Para atingir o objetivo geral da pesquisa, cabe responder a algumas questões, que são detalhamento ou desdobramento das questões principais:

(a.1) Quais as vantagens e desvantagens dessa técnica no financiamento de projetos?

(a.2) Quando é adequado o uso do Project Finance?

(b.1) Quais são as etapas envolvidas nos processos de elaboração e implementação de um Project Finance?

(b.2) Como é feita estruturação do financiamento: quais as fontes de recursos disponíveis e as etapas do projeto em que são utilizadas?

(b.3) Quais são os riscos existentes nos projetos?

(b.4) Quais são os mecanismos de mitigação de riscos utilizados, em outras, palavras, quais são as estruturas de garantia utilizadas?

(b.5) Quais são as dificuldades específicas, os principais riscos, as principais medidas de mitigação de riscos utilizadas na estruturação de um *Project Finance* em um projeto específico de geração de energia elétrica no Brasil?

1.3. Proposições

O estabelecimento de proposições é fundamental para o desenvolvimento da pesquisa, uma vez que elas proporcionam direcionamento ao processo da pesquisa.

Assim sendo, foram estabelecidas as seguintes proposições, a serem testadas, ou avaliadas, a partir da análise dos casos escolhidos, relacionadas com os objetivos gerais e intermediários.

Objetivo Geral: Quais os possíveis motivos que podem ter levado à escolha do *Project Finance* na estruturação financeiro-empresarial montada para a implementação e operação de um projeto de uma Usina Hidrelétrica no Brasil?

Objetivo Intermediário: Quais são as vantagens e desvantagens da técnica de *Project Finance* na estruturação financeiro-empresarial de projetos de investimento?

Proposições:

1. Como principais vantagens do *Project Finance*, têm-se: maior capacidade de alavancagem do projeto, redução dos custos de agência, alocação eficiente de riscos e a possibilidade de acessar diferentes fontes de recursos.

2. As maiores desvantagens são a modelagem mais cara, e o maior tempo gasto na preparação e negociação da estruturação financeiro-empresarial do projeto de investimento.

Objetivo Intermediário: Quais as principais características a serem destacadas da Análise de Caso Simples da estruturação financeiro-empresarial montada para a implantação Usina Hidrelétrica de Barra Grande?

Proposições:

3. Na operação estudada no Setor Elétrico Brasileiro, há um grau relativamente elevado de direito de regresso contra o patrocinador, se comparado com o preconizado pela literatura.

4. Na operação estudada no Setor Elétrico Brasileiro, os riscos são eficientemente alocados entre os agentes mais capazes de absorvê-los ou de gerenciá-los.

1.4. Relevância do Estudo

Levando em consideração o crescimento da demanda por recursos para investimentos em infra-estrutura no Brasil, e em particular na geração de energia elétrica, e as contribuições proporcionadas pelas estruturas de *Project Finance* para a viabilização de projetos de infra-estrutura, é mister a compreensão das reais vantagens deste tipo de estruturação financeiro-empresarial, bem como de suas limitações.

As recentes mudanças no ambiente econômico do Brasil, com as privatizações, os novos modelos regulatórios de atividades de infra-estrutura e a maior participação da iniciativa privada no investimento nestes setores torna relevante o estudo desta modalidade de estruturação financeiro-empresarial para o fomento e o desenvolvimento econômico do País.

A relevância do tema em epígrafe pode ser também atestada pelas numerosas publicações, tanto no ambiente acadêmico quanto fora dele, em termos mundiais. Internacionalmente, devem ser destacadas as contribuições de Finnerty (1996), Nevitt e Fabozzi (2000), Tinsley (2000) e Esty (2003). No Brasil, devem ser destacados os trabalhos de Borges (2005), Chagas (2002), Santiago (2002) e Azeredo (1999), bem como muitos outros, que tem contribuído para o aprofundamento da discussão e do entendimento sobre o tema.

Ressalta-se também que o conhecimento do problema e de seus desdobramentos passa a ser uma competência relevante para profissionais do mercado financeiro que lidam com financiamentos de médio e longo prazo e profissionais de empresas envolvidas em projetos de infra-estrutura.

1.5. Delimitação do Estudo

Frente ao vasto campo de conhecimento e aos vários exemplos domésticos e internacionais de estruturas de *Project Finance*, e tendo em vista que se trata de um Estudo de Caso Simples, o presente foi delimitado nas seguintes dimensões:

- (i) *Regional*: economia brasileira
- (ii) *Setor econômico*: negócio de geração de energia elétrica, no âmbito do setor elétrico brasileiro.
- (iii) *Temporal*: projeto em fase de implantação recente.

- (iv) *Informacional*: projeto de investimentos que, pelas suas características, tenha disponibilizado vasta quantidade de informações públicas, passíveis de serem coletadas pelo pesquisador, constituindo-se em um caso ainda não estudado sob a ótica da estrutura adotada de *Project Finance*.
- (v) *Caso Específico*: estruturação financeiro-empresarial do *Project Finance* para a implantação da Usina Hidrelétrica de Barra Grande, pela Barra Grande Energia S/A – BAESA.

1.6. Organização do Trabalho

O presente trabalho está organizado cinco capítulos.

O primeiro capítulo “*O Problema da Pesquisa*” introduz o assunto, destaca sua relevância, estabelece os objetivos e as proposições do estudo de caso e delimita seu escopo do trabalho.

O segundo capítulo “*Project Finance: Referencial Teórico*” escreve e analisa os conceitos relativos ao tema, à luz da literatura nacional e internacional, com destaque na adaptação dos conceitos internacionais à realidade brasileira e na identificação e análise dos riscos e das medidas de mitigação e de alocação aos diversos agentes econômicos envolvidos com o projeto.

O terceiro capítulo “*Metodologia de Pesquisa*” descreve a utilização da metodologia de Estudo de Caso Simples no presente trabalho.

O quarto capítulo “*BAESA: Estudo de Caso de Project Finance no Setor de Energia Elétrica*” compreende uma introdução ao setor elétrico brasileiro, identificando brevemente suas principais características, seus modelos regulatórios recentes, seguida por uma análise descritiva do projeto e da estruturação financeiro-empresarial montada para implantar a Usina Hidrelétrica de Barra Grande, seguida por uma análise explicativa da estrutura.

Por fim, o quinto capítulo “*Conclusões e Sugestões para Novos Estudos*” conclui a pesquisa, respondendo aos questionamentos do capítulo inicial e fechando o presente trabalho.