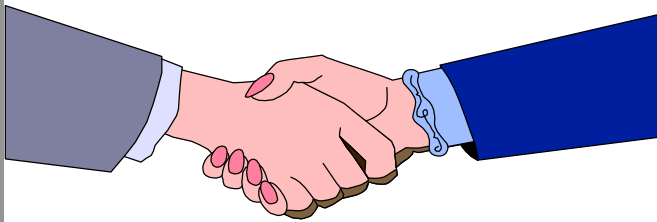


PROJECT FINANCE



- *Características*
- *Project Finance x Financiamento Convencional*
- *Análise de risco*
- *Mecanismos de Financiamento*

Autora: Maria Izabel Nunes (izabeln@uol.com.br)

- Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie
- Em 1997, concluiu o CEA – Curso de Especialização de Analista de Mercado de Capitais, realizado pela FIPECAFI – ABAMEC
- Analista de Investimentos desde 1991. Foi analista *senior* do Banco Bradesco e atualmente é gerente da área de Corporate Finance do Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos
- No 15º Congresso da ABAMEC sua monografia “PRINCIPAIS OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E SUAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO”, recebeu o prêmio de melhor tese na categoria tema livre.

ÍNDICE

	PÁG
◆ CONCEITOS	3
◆ PRINCIPAIS ENVOLVIDOS NO PROJECT FINANCE	5
◆ ESTRUTURA DE UM PROJECT FINANCE	7
◆ PROJECT FINANCE X FINANCIAMENTO DIRETO CONVENCIONAL	10
◆ PRINCIPAIS RISCOS DO PROJETO	11
◆ COMO NEUTRALIZAR OS RISCOS ?	12
◆ MODALIDADES DE CONTRATOS DE COMPRA	13
◆ CONTRATOS DE FORNECIMENTO	15
◆ ARRANJOS DE GARANTIA RELATIVOS À CONCLUSÃO	15
◆ UTILIZAÇÃO DE SEGUROS COMO FERRAMENTA AUXILIAR NA REDE DE GARANTIAS	16
◆ CONTROLE DOS RECURSOS NA SPC	16
◆ NECESSIDADE DE SE EFETUAR A ANÁLISE FINANCEIRA DO PROJETO	17
◆ VANTAGENS / DESVANTAGENS DO PROJECT FINANCE	18
◆ EXEMPLO	19
◆ MAIS SOBRE PROJECT FINANCE	21

CONCEITOS

A expressão PROJECT FINANCE tem sido encontrada com relativa frequência na Gazeta Mercantil e outras mídias de economia e finanças, geralmente associada a matérias que tratam de grandes programas de investimento, notadamente na área de infra-estrutura (petróleo, rodovias, ferrovias, energia, telecomunicações , etc.).

Projetos de infra-estrutura demandam investimentos maciços, onde recursos próprios são complementados em larga escala por capitais de terceiros.

PROJECT FINANCE é um método inovador de captação de recursos para viabilizar grandes programas de investimento.

Em países emergentes como o Brasil, com grandes demandas por investimento em infra-estrutura e poucos capitais disponíveis, a modalidade de financiamento através do PROJECT FINANCE já é uma realidade, devendo consolidar como opção de financiamento nas próximas décadas para quem deseja empreender projetos de uso intensivo de capital.

PROJECT FINANCE deverá estar associado a programas de investimento que possam funcionar como unidades econômicas independentes, ou seja, o projeto deverá manter-se por si só.

As operações de PROJECT FINANCE referem-se a todas as formas de financiamento cujas garantias, remuneração, prazos de carência e amortizações são definidos a partir do fluxo de caixa de um determinado projeto, sendo que suas atividades são *completamente independentes* dos demais ativos pertencentes aos grupos investidores. Em resumo, a garantia básica de um project finance é *a operação do projeto*, sendo a *capacidade financeira dos sócios analisada em segundo plano*.

Para que isto seja possível, ocorre a necessidade de se segregar os ativos e operações do projeto dos ativos e operações da empresa original. Por esta razão estas operações são comumente conhecidas no mercado como financiamentos “fora do balanço” ou “off balance sheet”. Como as garantias apenas se baseiam nos projetos, seus ativos e receitas também podem ser denominados como “fonte de recursos limitada”.

Este tipo de financiamento é largamente utilizado em projetos de infra-estrutura com destaque para gasodutos, empresas de saneamento e empresas de co-geração de energia, rodovias e outros investimentos de uso intensivo de capital.

PROJECT FINANCE ou PROJECT FINANCING tem como melhor tradução em português a expressão “FINANCIAMENTO DE PROJETOS”.

PRINCIPAIS ENVOLVIDOS NO PROJECT FINANCE

O PROJECT FINANCE poderá ser utilizado quando um conjunto de ativos relacionados for capaz de funcionar de maneira lucrativa e como unidade econômica independente.

O PROJECT FINANCE é definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento economicamente auto sustentável, no qual os financiadores de capital vêm no fluxo de caixa proveniente do projeto a fonte primária de recursos para atender o serviço da dívida – pagamento dos juros mais amortização do principal – e fornecer um retorno sobre o capital investido para os acionistas.

Os principais envolvidos no PROJECT FINANCE são:

- ◆ **SPC (Special Purpose Company):** Como próprio nome sugere é uma empresa cujo propósito específico é o de abrigar os ativos e operações do projeto. Possui duração limitada extinguindo-se automaticamente quando as condições contratuais assim o determinarem. É importante frisar que a vida útil de uma SPC deve, no mínimo, equiparar-se ao prazo do endividamento contratado;
- ◆ **PATROCINADORES (Project Developers / Sponsors):** Empresa ou grupos econômicos responsáveis pela criação do projeto. Vale frisar que estes patrocinadores, ou um deles, deverão ter pleno conhecimento do setor de atuação no qual o projeto irá se desenvolver, garantindo o funcionamento adequado.

- ◆ **AGENTES FINANCIADORES:** Poderão ser representados por bancos comerciais e agências mundiais de desenvolvimento (BNDES, Banco Mundial, BID, IFC, Eximbanks, etc.);
- ◆ **COMPRADORES (Off Takers):** Indivíduo ou instituição que se obriga a adquirir, mediante um contrato, uma quantidade mínima de produção da SPC que lhe garanta o equilíbrio econômico financeiro (depende do tipo projeto).

ESTRUTURA DE UM PROJECT FINANCE

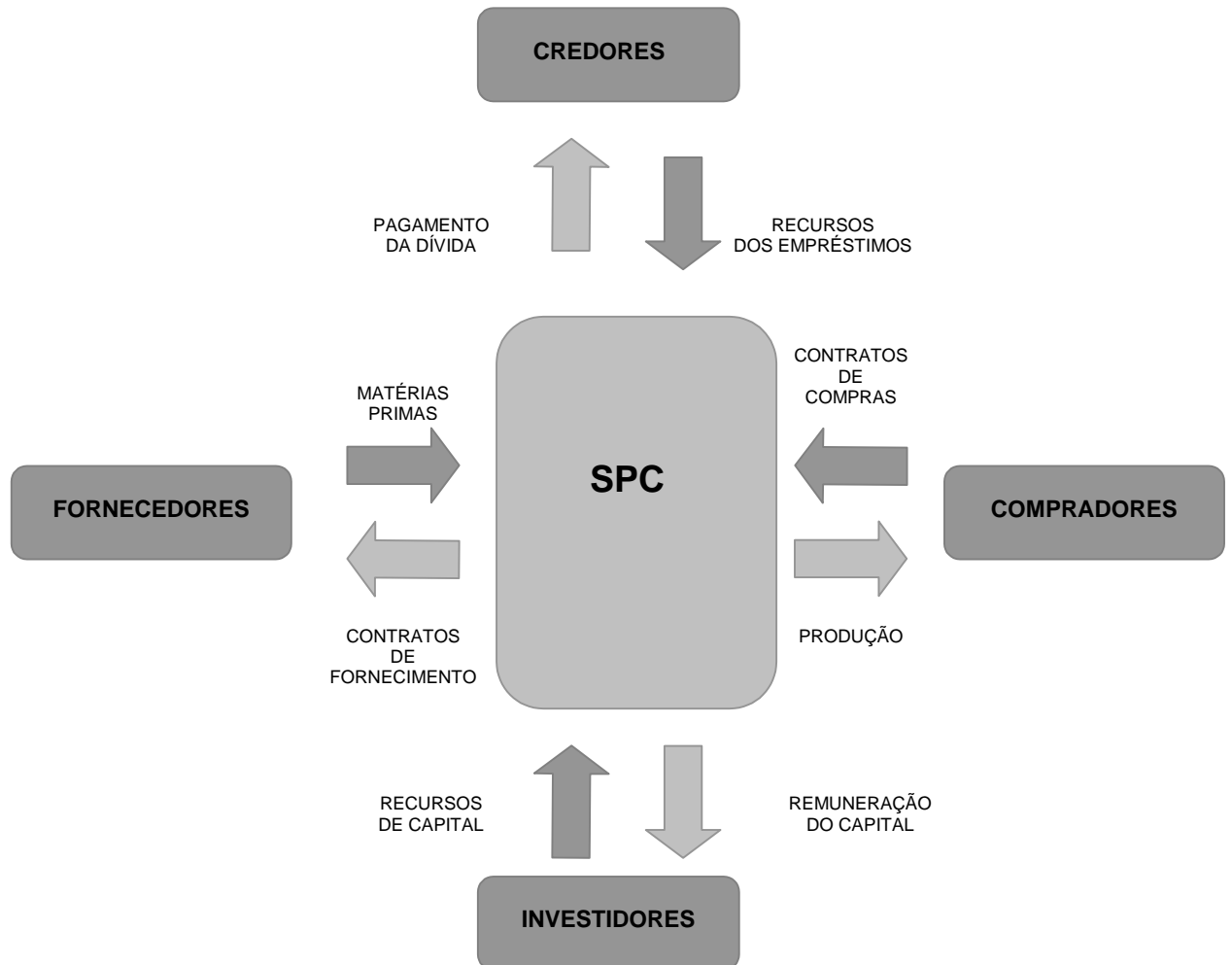
Um projeto base zero, ou projeto novo, não possui qualquer retrospecto operacional no momento do financiamento da dívida inicial.

Toda a credibilidade creditícia está suportada na análise prospectiva do empreendimento e nos arranjos contratuais entre projeto, fornecedores, compradores e financiadores.

- ◆ **VIABILIDADE TÉCNICA:** os credores deverão estar convencidos de que o projeto é tecnicamente viável (equipamentos, instalações, processos e mão de obra). É usual que credores exijam laudos de avaliação de especialistas independentes, além de, em muitos casos, exigir a participação de um operador independente no grupo de patrocinadores do projeto não somente para garantir a viabilidade técnica do projeto, assim como a gestão empresarial;
- ◆ **GERAÇÃO DE CAIXA PREVÍSEL (pouca volatilidade):** As atividades do projeto em questão não deverão apresentar fortes oscilações atingindo um montante tal que garanta o pagamento dos custos operacionais, dos empréstimos contratados (juros e amortização), bem como o retorno de capital dos investidores envolvidos. Esta particularidade é relevante pois a principal garantia do financiamento é o fluxo de caixa da operação. O fluxo de caixa do projeto deverá ser suficientemente “forte” para cumprir os objetivos citados, prevendo também a possibilidade de acontecer imprevistos como a elevação dos custos operacionais, aumento nas taxas de juros, atraso no cronograma do projeto, etc;

- ◆ **REDE DE CONTRATOS:** Refletem todo o embasamento jurídico que assegura o equilíbrio econômico–financeiro da operação, principalmente no que se refere a: aquisição de insumos e combustíveis, direitos sobre a propriedade onde a unidade está instalada e condições de escoamento da produção (no que se refere a condições de preços e quantidades). O contratos com fornecedores e compradores deverão abranger toda vida útil do PROJECT FINANCE;
- ◆ **OUTROS DOCUMENTOS:** Neste caso, temos principalmente as licenças de funcionamento e ambientais.

Fig 1: Estrutura Básica do Project Finance (*):



() Os credores e investidores injetam recursos no projeto visando, basicamente, a sua construção. Após esta fase, têm início as operações da SPC marcada pela geração de fluxos de caixa previsíveis. Tal equilíbrio é garantido por uma série de contratos principalmente no que se refere ao fornecimento de matéria-prima e combustíveis (vitais para a sua atividade), bem como pelo escoamento da totalidade de sua produção para um comprador pré determinado. Nestas condições, a operação da SPC é capaz de responder pelo serviço da dívida e pela remuneração de seus acionistas através da distribuição de dividendos*

* Fonte: Project Finance – Engenharia Financeira Baseada em Ativos (John D. Finnerty)

PROJECT FINANCE X FINANCIAMENTO DIRETO CONVENCIONAL

A diferença básica destes dois tipos de financiamento está diretamente relacionada às garantias adotadas bem como a segregação do risco.

No caso do endividamento convencional, os recursos são alocados na estrutura patrimonial da companhia (“on balance”), onde as várias unidades de negócio interagem entre si, garantindo desta forma a geração de caixa do todo. Não existe a questão da previsibilidade dos fluxos, uma vez que seus produtos poderão ser alocados no mercado, não havendo um comprometimento contratual com um consumidor específico.

As garantias são fundamentadas em avais dos controladores, penhora de bens, etc.

O project finance, em sua forma pura, refere-se a um projeto com vida útil pré-determinada e as únicas garantias estão vinculadas a seu potencial de geração de caixa. Procura-se uma **segregação** de riscos do projeto e de seus empreendedores. Os riscos que representem uma real ameaça para o projeto são alocados aos participantes que possuam uma maior capacidade para absorvê-los.

PRINCIPAIS RISCOS DE UM PROJETO

- ◆ **RISCO DE CONCLUSÃO:** Esta fase do projeto pode ser caracterizada por duas situações: aumento desenfreado dos custos projetados (em virtude, da desestabilização do cenário macroeconômico, ou atraso significativo das obras) e fatores técnicos (por exemplo, o equipamento adquirido não funciona nas condições inicialmente previstas);
- ◆ **RISCO TECNOLÓGICO:** Refere-se à rápida defasagem dos elementos utilizados no projeto impedindo sua operação nos padrões de qualidade exigidos;
- ◆ **RISCO DE FORNECIMENTO DE MATÉRIAS PRIMAS:** Está diretamente relacionado à potencial interrupção das entregas por parte do fornecedor em virtude da: exaustão (insumos naturais), defasagem dos preços praticados, produção insuficiente, etc;
- ◆ **RISCO ECONÔMICO/PERFORMANCE:** Caracterizado por níveis de demanda abaixo do esperado, comprometendo os fluxos;
- ◆ **RISCO POLÍTICO:** Envolve a possibilidade de autoridades políticas de interferirem na viabilidade econômica do projeto, como por exemplo aumento excessivo da carga tributária; decretação de pacotes econômicos, etc;
- ◆ **EVENTOS DE FORÇA MAIOR:** Relacionados, em sua maioria, a catástrofes naturais, guerras, etc.

COMO NEUTRALIZAR OS RISCOS?

A estrutura do project finance é garantida por uma rede de contratos, que disciplinam as relações de todos os participantes do processo e que possuem cláusulas específicas que garantem a cobertura dos eventos acima citados.

Conforme dito anteriormente, a garantia dos sócios deve ser o **último elemento a ser considerado para a cobertura destes riscos**, pois do contrário a principal característica do project finance (ou seja, sua auto sustentação) fica completamente desvirtuada.

Para o melhor esclarecimento dos instrumentos de proteção da operação, iremos destacar a seguir, as principais cláusulas contratuais envolvidas nestes acordos. Atentamos para o fato de que a terminologia em inglês será fartamente utilizada pois esta faz parte do jargão tradicional do mercado ao se referir a estas operações:

MODALIDADES DE CONTRATOS DE COMPRA

- ◆ **“TAKE IF OFFERED”:** (Leve se oferecido): O consumidor da SPC só está obrigado a adquirir o que a empresa efetivamente estiver apta a produzir (está vinculado, diretamente a aquisição do produto, ou serviço em espécie. Caso haja a interrupção das atividades da SPC, por qualquer motivo, seu nível de geração de caixa fica comprometido. Nesta situação, a capacidade de pagamento dos empréstimos deve ser feita através de outros arranjos de garantia;
- ◆ **TAKE OR PAY:** Dá ao comprador a opção de pagar pelos produtos ou serviços do projeto, independente de recebê-los ou não. Ex: Uma unidade industrial adquire 50 MW de uma central de co-geração construída sob o regime de project finance. Mesmo em momentos de desaquecimento econômico, quando a unidade opera com uma maior ociosidade (ou seja seu funcionamento ocorre a níveis inferiores de sua capacidade instalada) esta terá que efetuar o pagamento referente à aquisição dos mesmos 50 MW, usando-os ou não. No entanto, ressaltamos que na situação contrária, onde a central de co-geração não possua capacidade suficiente para atender a indústria, gerando apenas 20 MW, esta receberá apenas pelo montante produzido. Dentro destes cenário, um contrato take or pay também não oferece garantia plena ao credor, que tem de procurar outros mecanismos de proteção;

- ◆ **CONTRATO THROUGHPUT:** Característico, principalmente, de projetos que envolvam transporte de insumos (exemplo: gasodutos, oleodutos). Para estes serviços, serão desembolsados os montantes suficientes para o pagamento das despesas operacionais do projeto, bem como o serviço da dívida e
- ◆ **CONTRATO HELL OR HIGH WATER (Contrato haja o que houver):** Neste caso ocorre o pagamento, pelo comprador, da quantidade efetivamente contratada independente de qualquer situação (principalmente em circunstâncias onde a SPC, por qualquer evento, não consiga atingir níveis operacionais satisfatórios). No exemplo acima a unidade industrial pagaria à central de co-geração o equivalente a produção dos 50 MW em duas situações: a) no caso de não utilizá-la em cenários de fraca sazonalidade; b) o mesmo que a central consiga produzir apenas os 20 MW.

Sem dúvida, esta seria a única forma de garantir plena segurança ao credor, pois os níveis de geração de caixa do projeto se manteriam estáveis sob quaisquer circunstâncias.

Vale frisar que apesar de não oferecer uma cobertura completa, a forma mais usual de contrato têm sido o take or pay (talvez pelo fato de não imputar um risco também para o comprador dos produtos e serviços).

CONTRATOS DE FORNECIMENTO

Conforme visto anteriormente, a SPC, na maioria das vezes será penalizada por seu consumidor se não possuir um nível de produtividade adequado.

Um dos principais itens que podem impactar as atividades é sem dúvida o fornecimento de matéria-primas.

Para que este fluxo não seja interrompido, o fornecedor estabelece com a empresa um acordo de fornecimento de insumos, especificando as quantidades, características e condições de preços. Se qualquer destas condições for descomprida, o fornecedor será obrigado a indenizar a SPC.

ARRANJOS DE GARANTIA RELATIVOS À CONCLUSÃO

Durante a fase de implementação do projeto, seus patrocinadores devem fornecer aos credores uma garantia de que este será concluído no prazo especificado. Caso algum evento comprometa o cronograma inicial, estes se obrigam a liquidar toda a dívida contratada no mesmo momento. Vale frisar que após passado o período pré-operacional, tais garantias ficam liberadas.

UTILIZAÇÃO DE SEGUROS COMO FERRAMENTA AUXILIAR NA REDE DE GARANTIAS

Além das coberturas tradicionais (no que se refere a danos materiais tanto na unidade produtora como em seus equipamentos) os contratos de seguro podem oferecer uma garantia adicional aos credores no que se refere aos riscos de performance, principalmente aqueles não cobertos pelos contratos de compra, conforme visto na seção anterior.

CONTROLE DOS RECURSOS NA SPC

Durante os períodos de amortização de dívida, os recursos gerados pela SPC são centralizados em uma “escrow accounting” ou seja, uma espécie de conta corrente administrada por um agente fiduciário que verifica a utilização destes recursos, bem como a sua adequada remuneração que, de forma geral, deve ser proveniente de aplicações conservadoras.

NECESSIDADE DE SE EFETUAR A ANÁLISE FINANCEIRA DO PROJETO

Mesmo com todas estas ferramentas de proteção ao crédito, a análise financeira do projeto continua sendo uma condição necessária a realização deste, pois volta-se à questão básica do investidor que é a maximização dos recursos aplicados.

De forma geral, a metodologia mais utilizada é a definição da taxa interna de retorno (TIR), tanto para determinar os níveis de rentabilidade do projeto bem como a rentabilidade para o investidor.

VANTAGENS / DESVANTAGENS DO PROJECT FINANCE

VANTAGENS

- ◆ **OBTENÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS A CUSTOS MAIS BAIXOS:**
Uma vez que a concessão de crédito não é feita com base nos acionistas e sim na capacidade de financiamento do projeto;
- ◆ **OBTENÇÃO DE ECONOMIAS DE ESCALA/REDUÇÃO DA ALAVANCAGEM FINANCEIRA :** O project finance permite que do investidores que atuam no mesmo segmento de atuação, permitindo-lhes a construção de uma unidade grande porte, sem a necessidade de estar realizando um processo associação formal (via fusão e aquisição, por exemplo), nem comprometendo a situação patrimonial dos grupos dos quais fazem parte através da contratação de maiores volumes de endividamento;
- ◆ **COMPARTILHAMENTO DE RISCOS:** Neste tipo de operação, os riscos não ficam por conta, apenas, dos patrocinadores do projeto, podendo ser alocados aos demais elementos como por exemplo, compradores e fornecedores.

DESVANTAGENS

- ◆ **COMPLEXIDADE DA ESTRUTURA:** Caracterizada, basicamente, pelo forte embasamento jurídico em função da necessidade de elaboração de uma rede de contratos que são a base da garantia do projeto

EXEMPLO

O PROJETO

Um empresa de engenharia e construção ABC nacional de grande porte está disposta a projetar, construir e operar um usina geradora de energia.

O PATROCINADOR DO PROJETO

O negócio da ABC é projetar e construir usinas geradoras de energia, área onde tem significativo retrospecto e competência empresarial.

A ABC acredita que sua disposição em injetar um pouco de capital de risco no negócio, assumir parte da responsabilidade pela operação, fazer arranjos contratuais com fornecedores e montar o pool de financiadores, reforçará suas chances de projetar e construir a usina, que é seu negócio principal.

A ABC consegue um performance bond, uma modalidade de seguro que garante a construção da usina de energia de acordo com as especificações.

OS USUÁRIOS INDUSTRIAIS

Fabricantes de alumínio, aço e cimento, empresas de uso intensivo de energia, estão preocupados com o abastecimento de energia suas unidades industriais, notadamente em casos de retomada do desenvolvimento econômico.

As empresas consumidoras estão interessadas em firmar um contrato para compra de energia por um prazo de 20 anos, não assumindo qualquer compromisso de colocação de capitais no negócio ou outro compromisso que não seja o de adquirir a energia efetivamente fornecida a suas fábricas.

A parceria com as empresa de transmissão e distribuição de energia estão pactuadas. Elas também não desejam fazer aportes de capital ao empreendimento, mas estão dispostas a adquirir a energia produzida e que não for objeto de contrato de fornecimento com os usuários industriais.

A extensão dos contratos de fornecimento e os preços negociados para venda da energia garantem a viabilidade econômica e financeira do empreendimento.

FINANCIADORES DO PROJETO

O BNDES mais alguns Fundos de Pensão se interessam pelo projeto diante dos arranjos contratuais já estabelecidos.

MAIS SOBRE PROJECT FINANCE

Novos **Up-To-Dates**[®] tratarão de PROJECT FINANCE.

Até lá, um bom livro sobre o assunto é PROJECT FINANCE Engenharia Financeira Baseada em Ativos, de John D. Finnerty, publicado pela Editora Qualitymark.