2
Project Finance

2.1
Definição

Project finance significa muito mais do que a tradução literal "financiamento de projeto" a partir da língua inglesa. Segundo Finnerty (2007), *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 o capital investido do projeto".

Segundo Esty (2004), o *project finance* envolve a criação legal de uma empresa independente de projeto, cujos recursos provêm de dívida sem garantias solidárias[1] e por capital próprio de um ou mais patrocinadores com o objetivo de financiar um ativo de propósito específico.

Para Borges e Faria (2002), o *project finance* caracteriza-se como uma modalidade de financiamento cujo processo de avaliação, estruturação e concessão de recursos se baseia, primordialmente, na capacidade financeira do projeto.

Estas definições de *project finance* incluem três decisões importantes para sua utilização (Esty, 2004): decisão de investimento, envolvendo um ativo, decisão organizacional, envolvendo a formação de uma empresa independente, e decisão de financiamento, envolvendo o tipo de dívida e garantias relacionadas.

As estruturas de *project finance* variam muito caso a caso e são negociadas de forma específica para cada situação. Mas há características comuns entre todas as abordagens:

- O projeto deve ser economicamente e legalmente separável através da criação de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico, ou, em

[1] Esta definição de dívida é chamada em inglês de *non recourse debt* e será definida mais adiante.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

inglês, *SPC – Special Purpose Company*). Desta forma, a captação é realizada para um novo projeto e não para um negócio pré-estabelecido.

- Os patrocinadores não oferecem nenhum direito ou, na maioria dos casos, apenas direitos limitados de regresso sobre os seus ativos, de forma que as garantias fornecidas aos credores são limitadas.
- Há uma alta taxa de alavancagem, sendo normalmente 70% a 90% do valor do projeto financiado através de dívida.
- Os credores se baseiam nos fluxos de caixa futuros do projeto como fonte principal para pagamentos dos juros e da dívida.
- O *project finance* requer uma cuidadosa engenharia financeira para alocar os riscos e retornos entre as partes envolvidas, exigindo uma complexa estrutura de acordos e contratos entre todas as partes.
- O projeto tem vida finita e, assim, a dívida deverá ser liquidada até esta data.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

De acordo com Pollio (1998), *project finance* é um instrumento que permite o gerenciamento de risco de uma empresa. Através desta estrutura de financiamento, os riscos podem ser compartilhados com bancos e outros participantes de forma mais clara. Assim, o *project finance* não tem relação com restrições de capital ou com a capacidade financeira das empresas patrocinadoras, que muitas vezes estão entre as maiores do mundo. A questão central ao se optar por uma estrutura de *project finance* reside nos objetivos de alocação de riscos.

2.2 Histórico

O financiamento baseado em fluxo de caixa é uma técnica antiga, tendo seus primórdios no século VII, no comércio na Europa. Em 1299, a Coroa Britânica negociou um empréstimo junto a Frescobaldi, um dos principais bancos de investimento italianos da época, para desenvolver minas de prata. Contratualmente, o credor controlaria as minas e retiraria o minério na quantidade que quisesse, durante um ano, assumindo o custo da operação (Finnerty, 2007).

Há muito, esta forma de financiamento, hoje conhecida como *project finance*, vem sendo utilizada em projetos de recursos naturais de larga escala nas áreas de petróleo e energia elétrica, tendo surgido concretamente no Reino Unido no início da década de 1970 em projetos e expansão de plataforma de exploração de petróleo e gás (Bonomi e Malvessi, 2002) e ganhado grande impulso nos Estados Unidos no final da mesma década, no setor de energia elétrica, com a aprovação do PURPA[2] (*Public Utility Regulatory Policy Act*, ou Lei da Políticа de Regulamentação de Serviços Públicos) (Finnerty, 2007).

Portanto, a lógica do financiamento baseado em fluxo de caixa não é nova. Segundo Borges e Faria (2002), os atuais arranjos financeiros e as sofisticadas formas de mitigação de risco oferecidas pelo mercado é que são inovadores.

Historicamente, o setor privado têm utilizado o *project finance* para financiar projetos industriais. Mais recentemente, outra área em que este instrumento tem se mostrado promissor é a de infra-estrutura (Esty, 2004; Finnerty, 2007), na qual identificam-se parcerias público-privadas para o financiamento de instalações de transporte, estações geradoras de energia, sistemas de comunicação e outros projetos. Os investimentos em projetos de infra-estrutura são altos e de longa maturação, demandando financiamentos também de longo prazo, além de um ambiente econômico estável.

No Brasil, segundo Bonomi e Malvessi (2002), o *project finance* surgiu como uma forma de financiamento nos anos 90, em decorrência do processo de privatização. Tendo em vista a necessidade de altos investimentos nos projetos de infra-estrutura após a privatização das empresas estatais, o *project finance* se mostrou uma boa alternativa.

Vale ressaltar que a estruturação do *project finance* se baseia em obrigações contratuais de longo prazo e tornou-se bastante difundida em países como os EUA e a Inglaterra justamente por terem legislações em que os contratos possuem grande importância legal (Borges e Faria, 2002). Em países como o Brasil, instrumentos contratuais se caracterizam por serem mais frágeis e, conseqüentemente, exigem maior cautela por parte de investidores.

[2] Sob o PURPA, empresas de distribuição de energia elétrica deveriam comprar toda a produção de produtores qualificados e independentes através de contratos de longo prazo.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

2.3
Estrutura e Participantes

A vida de um projeto pode ser dividida em três etapas (Yescombe, 2002): a de desenvolvimento da estrutura, a de construção e a de operação[3].

Quando se decide pela utilização de um *project finance*, na primeira etapa, há negociação de contratos e define-se a estrutura financeira de patrimônio e dívida. Os patrocinadores se destacam nesta fase, gerenciando o processo e tendo assessoria de especialistas externos. Normalmente, é neste período em que a SPE é constituída e passa ela mesma, a partir de então, a gerenciar o projeto. Na etapa seguinte, o *project finance* é fechado e o projeto é construído e, finalmente, na última etapa, o projeto opera comercialmente e produz fluxo de caixa para pagar o serviço e o principal da dívida, bem como dar retorno aos acionistas.

A estrutura básica de um *project finance* pode ser visualizada a seguir.

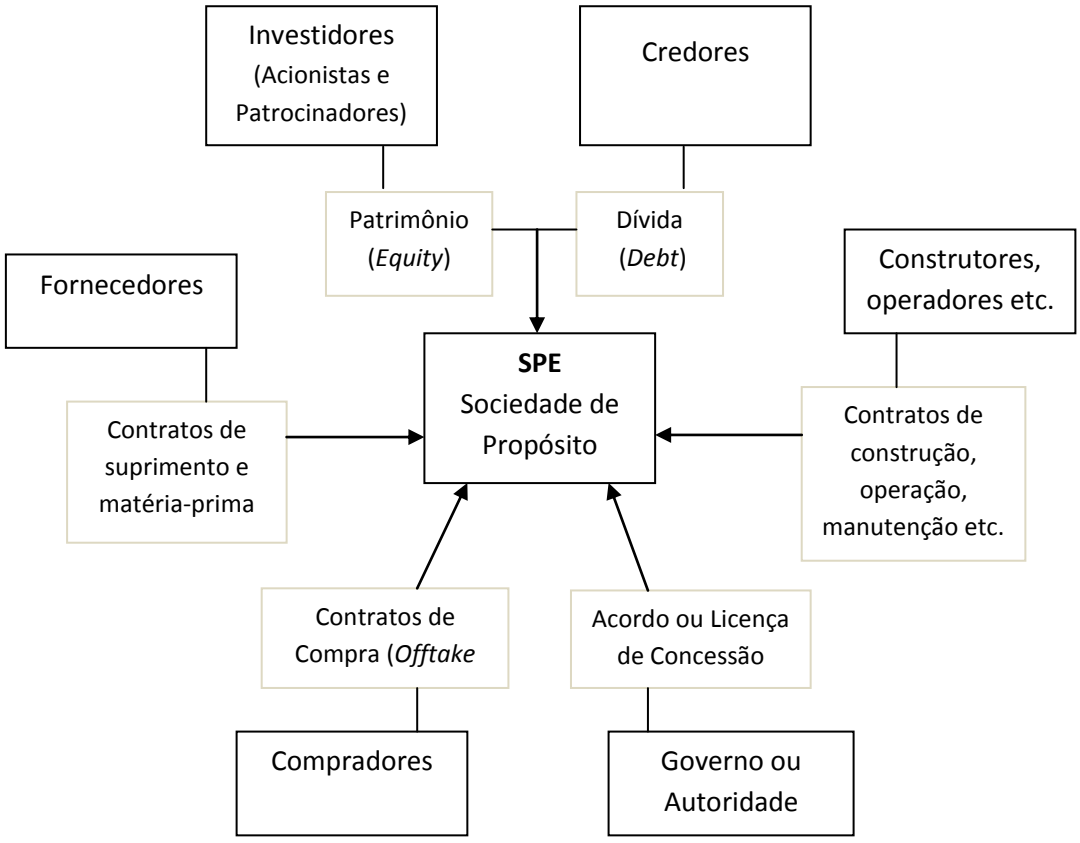

Figura 1 - Estrutura básica de um *project finance*
Fonte: Yescombe (2002), Finnerty (2007)

[3] Embora normalmente se pense em aplicação de *project finance* a um projeto novo (*green field*), também é comum sua utilização para projetos existentes em ampliação (*brown field*), segundo Borges e Faria (2002).

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

No centro estão os ativos do projeto com um propósito específico, ou a SPE, cercada pelos seguintes agentes: acionistas, patrocinadores, credores, compradores, autoridade pública (se for o caso), fornecedores e outras figuras participantes da construção, operação e manutenção do projeto.

O *project finance* em si apresenta dois elementos: o patrimônio (*equity*), cujos recursos são fornecidos pelos investidores no projeto, e a dívida, cujos recursos são fornecidos por um ou mais credores.

Os investidores (acionistas e patrocinadores) têm interesse direto no projeto, sendo mais uma oportunidade de negócio. Os patrocinadores são os investidores que desenvolvem e lideram o projeto através de seu investimento na SPE. Os credores fornecem o financiamento, sendo os principais participantes bancos, agências bilaterais e multilaterais, fundos de pensão e fundos de investimento.

Uma estrutura mais detalhada inclui outros agentes, dentre os quais: banco líder[4]; seguradoras; assessor financeiro[5]; engenheiro independente[6]; agente fiduciário[7] e a assessoria jurídica, segundo (Borges e Faria, 2002).

Esta estrutura requer uma cuidadosa engenharia financeira para alocar riscos e retornos entre as partes, de forma que, as relações contratuais são essenciais para o seu funcionamento. O conjunto de contratos é grande, complexo, oneroso e demanda tempo para ser elaborado. Além disso, tendo em vista que a alocação dos riscos com as responsabilidades e garantias correspondentes está baseada neste conjunto de contratos, é necessário que se disponha de uma ambiente legal em que os contratos sejam instrumentos confiáveis.

Segundo Yescombe (2002), a base contratual de um *project finance* consiste de um Acordo de Projeto[8] – que pode ser um contrato de compra, segundo o qual se define a venda de longo prazo do produto produzido pelo projeto, ou um acordo de concessão, segundo o qual uma autoridade pública concede à SPE o direito de construir o projeto e receber as receitas provenientes da prestação de serviço.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

---

[4] Banco Líder ou estruturador ou *arranger* é aquele que, além de estar envolvido no financiamento, é responsável pela sua estruturação.

[5] Assessor Financeiro ou *financial advisor* é um consultor independente, responsável por instruir os acionistas sobre os riscos e sobre as possíveis medidas e instrumentos de mitigação.

[6] Engenheiro independente é a figura responsável por assegurar a viabilidade e as condições técnicas do projeto.

[7] Agente fiduciário ou *trustee* é o responsável por administrar o fluxo de caixa do projeto, controlando o recebimento e destino das receitas e realizando os pagamentos devidos.

[8] Ou, em inglês, *Project Agreement*.

As estruturas contratuais variam caso a caso para cada *project finance*. Alguns contratos que compõem a estrutura podem incluir: contratos de construção e engenharia; contratos de fornecimento de suprimentos; contratos de operação e manutenção; acordos de suporte governamental, envolvendo garantias ou benefícios fiscais; contratos relativos a seguros; entre outros.

2.4
Classificação de acordo com as Garantias Concedidas

Quando o pagamento do financiamento é baseado exclusivamente no fluxo de caixa gerado pelo projeto, a estrutura de *project finance* é chamada *non-recourse*, não permitindo aos credores terem acesso ao patrimônio dos acionistas e patrocinadores. Neste caso, diz-se que as garantias do financiamento são dadas sem solidariedade de terceiros e tendem a encarecer o custo do financiamento justamente por aumentarem o risco para os credores.

Na estrutura chamada de *limited-recourse*, ou de solidariedade limitada, os credores contam com uma combinação de garantias, considerando recursos gerados pelo projeto e outras garantias tradicionais como caução de ações, hipoteca e outras. Esta forma é a mais encontrada em operações de *project finance* no Brasil, segundo Bonomi e Malvessi (2002).

A terceira estrutura é a *full-recourse*, na qual os credores detêm garantias concedidas pelos acionistas e patrocinadores cobrindo a totalidade das obrigações.

2.5
Project Finance versus Financiamento Corporativo

O *project finance* é uma forma de financiamento alternativa em relação ao negócio principal de uma empresa. Na forma tradicional de financiamento das empresas, através de financiamento corporativo, a empresa assume a dívida e os riscos são diversificados entre os ativos de sua carteira. Como contrapartida, os credores têm direito de regresso contratual contra os acionistas e, por isso, sua aprovação é normalmente mais simples e mais rápida (Borges e Faria, 2002; Yescombe, 2002).

Uma SPE, ao contrário, não tem histórico sobre o negócio. Cabe aos credores avaliarem e se certificarem de que o projeto estará completo dentro do

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

cronograma e do orçamento, sendo tecnicamente capaz de operar como esperado e gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir o serviço da dívida. O maior controle dos credores sobre as atividades do projeto deixa os investidores com bem menos poder de gerenciamento do que teriam no caso de um financiamento corporativo e, por isso, neste caso, os administradores da SPE têm atuação limitada no que se refere à alocação do fluxo de caixa livre (Yescombe, 2002; Borges e Faria, 2002). Assim, os custos de agência (ou *agency costs*) são minimizados, uma vez que no caso do financiamento corporativo os fluxos de caixa dos projetos e das operações das empresas se confundem e são destinados em conjunto de acordo com a política corporativa.

Por outro lado, o *project finance* exige um minucioso processo de levantamento, avaliação e mitigação dos riscos, demandando uma estrutura contratual elaborada. Torna-se uma forma mais complexa, demorada e, normalmente, de maior custo do que o financiamento corporativo (Yescombe, 2002).

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

2.6
Vantagens e Desvantagens

Dentre as principais vantagens de se financiar um projeto através de um *project finance*, incluem-se:

- Alto grau de alavancagem e capacidade de tomar empréstimo expandida

  O *project finance* permite que o projeto seja financiado em grande parte com recursos de terceiros, correspondendo a 70% ou mais do investimento total e proporcionando possibilidade de maior retorno para os acionistas, já que o custo do financiamento é menor do que o custo de capital próprio (Finnerty, 2007; Yescombe, 2002). Além disso, possibilita um menor comprometimento de recursos dos acionistas, que podem diversificar sua carteira de projetos (Borges e Faria, 2002).

- Obtenção de economia de escala na produção

  Segundo Finnerty (2007), quando mais de um produtor pode se beneficiar de um projeto único para alcançar economias de escala na produção, a constituição de uma SPE se apresenta como uma alternativa para que se utilize uma estrutura de *project finance*.

- Benefícios fiscais

  Segundo Yescombe (2002), o alto grau de alavancagem proporciona um benefício fiscal ao projeto do ponto de vista dos patrocinadores, pois os juros são dedutíveis de imposto de renda, enquanto os dividendos aos acionistas não.

- Liberação do fluxo de caixa livre

  Como a SPE tem vida finita limitada pelo projeto em si, normalmente o fluxo de caixa livre, após pagamento de despesas, serviço da dívida e melhorias, é distribuído aos investidores, que podem decidir por conta própria como gerenciar seus rendimentos.

- Compartilhamento de riscos

  A estrutura de *project finance* permite que os riscos do projeto sejam compartilhados, principalmente quando se trata de constituir uma *joint venture*[9] de investidores (Yescombe, 2002; Finnerty, 2007). Esta segregação de riscos se torna especialmente vantajosa nos projetos inseridos em setores intensivos em capital, como os de infra-estrutura.

- Substituição de Garantias Tradicionais por Garantias de Desempenho

  A principal garantia no *project finance* reside no fluxo de caixa, nos resultados e nos ativos do projeto, o que traz flexibilidade tanto para acionistas quanto para credores. A utilização de *convenants*[10] também

[9] *Joint Venture* é um contrato entre empresas visando a cooperação entre elas para a realização de um projeto comum.

[10] *Covenants* são obrigações contratuais de "fazer" e de "não fazer" assumidas pelos gestores da SPE e outros intervenientes. Obrigações de manutenção de indicadores financeiros são exemplos de covenants. (Borges e Faria, 2002)

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

pode ser vista como forma de garantir desempenho financeiro e administrativo (Borges e Faria, 2002).

- Financiamento fora do balanço

  A dívida assumida no *project finance* é considerada da SPE e, portanto, mantida fora do balanço patrimonial das empresas patrocinadoras (a informação é normalmente considerada nas notas da demonstração financeira)[11]. Este tratamento evita uma contaminação entre os balanços das partes envolvidas, proporcionando maior transparência para a SPE.

  Este ponto pode ser visto como um benefício para os acionistas, mas é uma vantagem questionável (Yescombe, 2002; Finnerty, 2007), pois as atividades fora do balanço devem ser devidamente avaliadas segundo o seu risco relacionado ao patrocinador.

Além das vantagens para os investidores, o *project finance* pode ser benéfico também para terceiros envolvidos no processo. Por exemplo, um comprador final do produto produzido pelo projeto pode se beneficiar de preços mais baixos em contratos de longo prazo. Ou ainda, pode ser vista como uma forma alternativa para o setor público levantar recursos destinados a projetos de infra-estrutura. Outras vantagens estão na transparência que esta estrutura de financiamento exige, incluindo práticas de governança corporativa (Borges e Faria, 2002), e na oportunidade transferência de tecnologia, principalmente do setor privado para o público em projetos de infra-estrutura.

Entretanto, apesar destas vantagens, a utilização de *project finance* pode apresentar também desvantagens. A estrutura contratual é complexa, onerosa e demanda tempo para se concretizar. Isso faz com que os custos de transação sejam mais elevados, de forma que pode levar a um maior custo de captação de recursos de terceiros do que um financiamento tradicional.

[11] Segundo Yescombe (2002), isso é normalmente possível apenas para as empresas com menor participação no projeto.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

2.7
Riscos

Os riscos de um *project finance* podem ser divididos em três categorias principais (Yescombe, 2002):

- Riscos Comerciais: também conhecidos como riscos do projeto, são aqueles inerentes ao próprio projeto ou ao mercado em que ele se insere.

  Os principais pontos a serem considerados na análise de riscos comerciais incluem: risco de conclusão no prazo e de acordo com o orçamento, riscos operacionais, riscos de receita, riscos no fornecimento de matéria-prima, riscos ambientais, riscos contratuais, entre outros.

- Riscos Macroeconômicos: também conhecidos como riscos financeiros, são aqueles relacionados à economia. Dentre eles, podem ser destacados: risco de inflação, risco de taxa de juros e risco de câmbio.

- Riscos Políticos: também conhecidos como "risco-país", são aqueles relacionados com as ações do governo ou efeitos políticos de força-maior.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

Borges e Faria (2002) citam ainda o risco de caso fortuito ou força maior, sendo aquele que não pode ser controlado pelas partes envolvidas; o risco setorial, relacionado a variáveis relativas ao setor em que se insere o projeto; o risco legal, relacionado ao cumprimento dos contratos, principalmente no que se refere a questões de mitigação dos riscos, de legislação específica relativa ao projeto, de casos de inadimplência e de cumprimento das obrigações de cada parte.

O *project finance* não é apenas uma evolução da forma de financiamento, mas sim um instrumento através do qual o risco é segmentado e compartilhado de forma clara, de modo que o capital pode escolher a parcela de risco e o retorno correspondente que deseja no projeto. Segundo Bonomi e Malvessi (2002), "para

cada tipo de risco existe sempre alguém disposto a assumi-lo, desde que o conheça, possa avaliá-lo com precisão e seja remunerado adequadamente".

A maior segurança para os credores está nos contratos da SPE, já que os ativos físicos valerão provavelmente muito menos do que a dívida no caso de terem de ser vendidos após uma possível inadimplência do financiamento.

Dentre os riscos comerciais, alguns são de especial interesse no estudo deste trabalho:

- Riscos de conclusão de projeto

  É importante a avaliação adequada das condições que o projeto apresenta de ser concluído no prazo e de acordo o orçamento previsto. Este ponto recai sobre os riscos envolvidos no processo de construção.

  Yescombe (2002) ressalta que estes riscos podem incluir riscos de receita também se, no caso do projeto, parte dos custos de construção for financiada por receitas da fase operacional. Por exemplo, a receita vinda de tarifas de uma concessão rodoviária pode ser utilizada para novas expansões da própria rodovia, sendo o projeto construído em fases.

- Riscos operacionais

  Uma vez terminada a fase de construção do projeto de acordo com sua especificação, aparecem os riscos relacionados à operação no longo prazo. Esta classe inclui riscos de tecnologia, de custos de operação, de custos de manutenção etc. Entre outros riscos, está também o de operação geral do projeto, relacionado a um mau gerenciamento, o que acarreta em perda de receita ou altos custos operacionais.

- Riscos de receita

  Este é o risco de que o projeto não seja capaz de gerar receita suficiente para cobrir seus custos operacionais e o serviço da dívida e/ou para proporcionar um retorno adequado para os investidores.

  No caso em que o projeto envolva produção de um produto, os riscos de receita podem ser de volume ou de preço. Estes riscos podem ser

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

cobertos por alguns tipos de contrato, como o contrato de *offtake*[12], no caso em que o projeto produz algum produto, como será abordado adiante.

No caso de o projeto ser um serviço sob contrato de concessão, o risco passa a ser do volume de uso projetado à taxa ou pedágio cobrado – conhecido como risco de uso (Yescombe, 2002). Este risco pode ser coberto pelo poder concedente através de um Acordo de Concessão ou pela SPE diretamente.

Se o poder concedente controlar a utilização do serviço, é ele quem deve assumir o risco de uso, como no caso de presídios cuja construção seja financiada por capital privado. Em outros casos, em que SPE possa prever de alguma forma a utilização do serviço ou influenciar o custo ou a qualidade do serviço, o poder concedente pode transferir total ou parcialmente o risco de uso para a SPE. Estes projetos se dividem em duas categorias principais, dependendo de quem efetua o pagamento pela prestação do serviço (Yescombe, 2002; Grimsey e Lewis, 2004): baseados em pedágios reais, em que pedágios e taxas são pagos diretamente pelo público usuário; e baseados em pedágios sombra, em que os pagamentos são realizados pelo governo dada a utilização realizada pelo público.

Como será abordado adiante, as concessões rodoviárias no Brasil são projetos em que o pedágio é cobrado diretamente do usuário quando do uso do serviço, tendo sua receita baseada em pedágio real. Já o caso da PPP da Linha 4 do Metrô de São Paulo é um projeto baseado em pedágio sombra. A empresa que operará os sistemas para prestação do serviço receberá uma taxa por usuário a ser paga pelo governo. No caso das concessões rodoviárias, o ponto crucial do risco de utilização reside na previsão do fluxo de tráfego envolvido. Segundo Yescombe (2002), quando se trata de uma rodovia estabelecida ou que vá ser construída para aumentar a capacidade de alguma já existente, a projeção se torna mais fácil. Entretanto, no caso da construção de uma nova rodovia ou melhorias de uma precária, em locais em que não há

[12] Contrato de *offtake* é um contrato de venda do produto produzido por um determinado projeto, garantindo a venda em bases pré-acordadas (Yescombe, 2002).

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

> outras rodovias pedagiadas, o gerenciamento do risco se torna bem mais complicado. Este será um ponto importante na definição do projeto a ser analisado nesta Dissertação.
>
> Alonso-Conde *et al.* (2007) destacam que, no caso de rodovias pedagiadas, os riscos durante a fase de construção são bem diferentes daqueles que se apresentam quando a fase operacional é inicializada, sendo que nesta última é o volume de tráfego a principal fonte de incerteza do projeto.
>
> Segundo Vassallo (2006), este risco depende de alguns fatores, incluindo o desempenho da economia, a reação dos usuários e a competição com outros meios de transporte. Diferentemente de projetos em outros setores envolvendo *commodities*, como os de recursos naturais, rodovias pedagiadas apresentam um risco difícil de ser controlado.

Dailami *et al* (1999) destacam dois importantes aspectos de financiamento de projetos de infra-estrutura em relação aos *project finance* tradicionais. O primeiro é a alta concentração de risco de implementação do projeto na fase pré-operação. O segundo é o perfil de risco na fase de operação referente aos riscos de mercado e riscos regulatórios. Desta forma, a abordagem referente a avaliação, gerenciamento e alocação de risco entre as partes envolvidas torna-se ainda mais crítica.

A questão principal relativa ao risco é a sua alocação entre as partes, de modo que o seu compartilhamento deve ter como premissa a maximização do valor total do projeto (Irwin, 2007). É necessário considerar a habilidade que cada parte tem para influenciar o fator de risco correspondente; atuar sobre a sensibilidade do valor total do projeto a variações deste fator de risco, se antecipando ou respondendo a ele; ou absorver este risco. Estes princípios determinam a forma através da qual este risco deve ser gerenciado.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

2.8
Tipos de Contratos

Os contratos envolvidos em um *project finance* são de extrema importância, pois são a base para construção e operação do projeto. A definição dos contratos pode ser dividida em acordos de projeto (ou *project agreements*)– sendo estes os principais, pois estruturam o recebimento de receitas do projeto – e outros contratos auxiliares.

Destacam-se os seguintes contratos (Yescombe, 2002; Bonomi e Malvessi, 2002; Borges e Faria, 2002; Finnerty, 2007):

- Contratos *Offtake*

  São contratos de venda do produto produzido por um determinado projeto, garantindo a venda em bases pré-acordadas. Estes contratos podem assumir diversas formas, sendo elas contrato de *take-or-pay*[13], contrato de *take-and-pay* (ou *take-if-offered*)[14], contrato de vendas de longo-prazo[15], contrato de *hedging*[16], estrutura de PPA (*Power Purchase Agreement*)[17] entre outros.

- Contratos de Concessão

  Trata-se de um contrato entre a SPE e uma autoridade pública, autorizando a construção de um projeto para prestação de serviço diretamente ao público ou para a própria entidade pública, incluindo a construção de rodovias, sistemas de transporte, sistemas de água e esgoto, portos, aeroportos etc. Estes contratos podem assumir formas de contratos de serviço, pelo qual a autoridade pública paga, e contratos de pedágio, para serviços pelos quais os usuários privados

[13] O comprador da produção ou dos serviços se compromete a pagar periodicamente por uma quantidade pré-determinada, mesmo que não a receba. Claramente neste caso, há a presença de uma opção real, em que a venda garantida é determinada por um mínimo.
[14] Neste caso, o comprador só paga pelo produto recebido, a um preço pré-acordado.
[15] O acordo se baseia na compra de quantidades pré-determinadas do produto, mas a preço de mercado.
[16] Utilizados em mercados de *commodities*, estes contratos são realizados com operadores de mercado.
[17] Presente em estruturas de *project finance* na área de energia elétrica, é a garantia da venda da energia gerada.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

pagam. Há também os contratos híbridos, os quais serão abordados no Capítulo 3.

- Contrato de construção e engenharia

  Este contrato define o desenho do projeto, a aquisição e construção de instalações e equipamentos necessários e a construção do projeto propriamente dita. É chamado de contrato EPC (*engeneering, procurement, construction* – ou engenharia, aquisição e construção).

- Contratos de fornecimento de suprimentos

  Estes contratos são como os contratos de venda de produção, mas do ponto de vista do fornecedor de matérias-primas e outros suprimentos. Podem, deste modo, assumir diversas formas como contrato de *supply-or-pay*[18], *supply-and-pay*[19], contrato de pedágio (ou *tolling agreement*)[20] entre outras.

- Contrato de custo de serviço

  O custo do projeto é pago proporcionalmente por cada devedor na medida em que forem sendo incorridos, em troca do recebimento da parcela da produção correspondente.

- Contrato de empréstimo

  Este contrato estipula todos os dados do financiamento, incluindo valores a serem recebidos, condições de pagamento, as obrigações de cada parte, os eventos de inadimplência etc.

- Contrato de caução e contrato de retenção de ações

  O contrato de caução regula que as ações da empresa responsável pelo projeto fiquem caucionadas em favor dos credores, enquanto que o de

[18] Obrigação do fornecedor de matéria-prima de entregar as quantidades necessárias especificadas contratualmente, bem como da SPE de comprar a quantidade previamente acordada.
[19] A SPE compra apenas a quantidade de suprimento necessária.
[20] Define o pagamento de pedágio à SPE pelo processamento de matérias-primas ou por prestação de serviço.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

retenção de ações obriga que as ações desta empresa sejam mantidas em propriedade dos acionistas.

- Contrato de suporte financeiro dos patrocinadores
  Determina as condições para que os acionistas forneçam os recursos necessários para cumprimento dos empréstimos realizados junto a SPE.

- Contrato de penhor das contas bancárias
  Estabelece o penhor dos recursos disponíveis nas contas bancárias da SPE.

- Contrato entre credores
  Estabelece as condições de divisão de garantias entre credores, caso isto ocorra.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

2.9 *Project Finance* em Projetos Públicos

O *project finance* pode ser aplicado em situações de necessidade de financiamento para construção de infra-estrutura segundo algum contrato ou licença do tipo (Yescombe, 2002):

- Contrato *Off-take*, caracterizando um projeto cujo objetivo será a venda de produção para o setor público, como a construção de uma estação geradora de energia elétrica cuja venda será destinada para uma empresa estatal de energia.

- Acordo de Concessão para implementação de um projeto de prestação de serviço para o setor público, como a construção de um hospital.

- Acordo de Concessão para implementação de um projeto de prestação de serviço que seria normalmente prestado pelo setor público, como uma concessão rodoviária pedagiada.

- Acordo de Concessão ou licença para implementação para um projeto de prestação de um novo serviço ao público, como uma rede de telefonia celular.

A presença do setor privado está aumentando em várias áreas de infra-estrutura pública, sendo de grande proeminência na de transportes. A prestação de serviços que envolva receita de taxas dos usuários e de outras receitas adjacentes, como rodovias pedagiadas, aeroportos e projetos nos sistemas metroviário e ferroviário, tem sido alvo de financiamento por parte do setor privado.

Os acordos entre os setores público e privado podem assumir diversas formas, diferindo entre si na forma pela qual responsabilidades, riscos e retornos são compartilhados (Finnerty, 2007). No setor de transporte, por exemplo, há pelo menos dez modelos de formatos de atuação do setor privado na área de infra-estrutura.

O modelo que tem se tornado mais comum nas áreas de transporte, energia e meio ambiente é o BOT (*Build-Operate-Transfer*, ou Construir-Operar-Transferir). A autoridade pública oferece uma concessão do serviço para que a entidade privada financie, construa e opere o projeto por um prazo determinado, a partir do qual a propriedade deve retornar ao setor público. Dado este retorno de propriedade, o governo do país pode vir a fornecer algum suporte de crédito para os financiamentos referentes à concretização do projeto.

No caso de infra-estrutura, segundo Garvin *et al* (2002), o *project finance* é considerado viável quando uma instalação pode funcionar como uma unidade econômica independente. As rodovias, por exemplo, são ativos de infra-estrutura que podem funcionar de forma independente e gerar recursos a partir da cobrança de pedágios. São, portanto, foco de utilização de estrutura de *project finance*, comumente em projetos BOT e suas variações.

2.10 *Project Finance* no Brasil

No Brasil, segundo Bonomi e Malvessi (2002), em decorrência do processo de privatização na década de 1990, o *project finance* se apresentou como uma alternativa de financiamento adequada por possibilitar o compartilhamento de

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

risco entre os acionistas que precisavam de capital para investir nos negócios privatizados e os credores.

Apesar das vantagens inerentes a esta estrutura financeira, o ambiente brasileiro apresenta algumas desvantagens relevantes, dentre as quais a falta de legislação específica, a variação cambial, o risco Brasil, o processo de desenvolvimento do país, a possibilidade de alterações na legislação e ocorrência de eventos inesperados.

Além disso, a base do sistema legal brasileiro em casos de litígio prioriza os códigos legais, tornando os contratos instrumentos mais frágeis (Bonomi e Malvessi, 2002; Borges e Faria, 2002). Os investidores se sentem mais receosos, uma vez que as condições negociadas contratualmente podem vir a ser questionadas judicialmente.

Operações estruturadas segundo *project finance* no Brasil já foram utilizadas em diversos setores, principalmente de exploração de recursos naturais, como o caso do Campo Petrolífero de Marlim, e de setores de infra-estrutura, como o elétrico e o de concessões rodoviárias, de especial interesse neste trabalho.

Apesar de não haver legislação específica, algumas leis federais são de grande importância neste tipo de operação, já que regulamentam os setores que utilizam o *project finance*. Dentre as leis destacadas por Bonomi e Malvessi (2002), incluem-se as que regulamentam os processos de licitação e concessão, além das que criam as agências regulamentadoras, como descritas abaixo:

- Lei nº 8.666 de 1993: regulamenta os processos de licitação e contratos com a administração pública;
- Lei nº 8.987 de 1995: regulamente o regime de concessão e permissão de prestação de serviços públicos;
- Lei nº 9.074 de 1995: normatiza a outorga e as prorrogações das concessões e prestações de serviços públicos [21];
- Lei nº 9.427 de 1996: institui a Aneel (Agência Nacional de Energia Elétrica);
- Lei nº 9.478 de 1997: conhecida como Lei do Petróleo, institui a ANP (Agência Nacional do Petróleo);

[21] Além disso, a Lei nº 9.074 regula os serviços de energia elétrica também.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA

- Lei nº 9.472 de 1997: conhecida como Lei Geral das Telecomunicações, institui a Anatel (Agência Nacional das Telecomunicações);
- Lei nº 10.233 de 2001: institui a ANTT (Agência Nacional de Transportes Terrestres) e a Antaq (Agência Nacional de Transportes Aquáticos).

De grande importância também é a Lei 11.079, aprovada em 2004, que institui as normas para licitação e contratação de parceria público-privada, a conhecida PPP, como será abordado no próximo capítulo deste trabalho.

Dentre as concessões rodoviárias que se utilizaram da estrutura de *project finance* destacam-se a Ponte S/A (Ponte Rio- Niterói) e a Nova Dutra (Rodovia Presidente Dutra), tendo sido estas as duas primeiras concessões segundo o Programa de Concessões Rodoviárias Federais, a Via Lagos, no Rio de Janeiro, a Rodonorte, no Paraná, e a AutoBAn, em São Paulo. As informações sobre concessões rodoviárias serão abordadas no Capítulo 4.

A preservação dos direitos do concessionário de acordo com os contratos de concessão é de extrema importância e preocupação, tendo em vista o ambiente legal brasileiro. Tanto assim que, dentre os casos citados, dois deles apresentaram problemas no cumprimento das obrigações previstas por parte da autoridade pública (Bonomi e Malvessi, 2002). No caso da Rodonorte, as tarifas de pedágio sofreram redução por decreto público, o que gerou processo na justiça para suspender investimentos até que se retomasse o equilíbrio econômico-financeiro. No caso da Via Lagos, ocorreu o mesmo com as tarifas, o que também gerou problemas na justiça até o restabelecimento dos valores originais contratualmente definidos.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0611750/CA