

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PROJECT FINACE NO BRASIL: A NOVA DUTRA

Rafaela Picozzi
Nº. de matrícula 9816690

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2002

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

“ Agradeço ao meu orientador pela paciência e dedicação e aos meus pais que me deram a oportunidade de estudar nesta faculdade”

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	5
<i>I.1 O que é o Project Finance?</i>	6
<i>I.2 Histórico brasileiro</i>	7
<i>I.3 Agentes envolvidos</i>	8
II. POR QUE PROJECT FINANCE?.....	9
<i>II.1 Vantagens do Project Finance</i>	9
<i>II.2 Desvantagens do Project Finance</i>	11
III ANÁLISE DE VIABILIDADE DE PROJETO	13
<i>III.1 Viabilidade Técnica</i>	13
<i>III.2 Viabilidade Econômica</i>	14
IV RISCO DE PROJETO E MITIGANTES.....	16
<i>IV.1 Riscos Técnicos</i>	16
<i>IV.2 Riscos Comerciais</i>	17
<i>IV.3 Riscos Políticos</i>	18
V ASPECTOS LEGAIS DO PROJECT FINANCE NO BRASIL	20
<i>V.I Ambiente Regulatório do Project Finance no Brasil</i>	20
<i>V.I A necessidade e tipos de contratos</i>	21
VI ESTUDO DE CASO: NOVADUTRA.....	24
<i>VI.1 Objetivo do projeto</i>	24
<i>VI.2 O projeto</i>	25
VI.2.1 Riscos do projeto	26
VI.2.2 Garantias.....	26
<i>VI.3 A estrutura societária</i>	28
<i>VI.4 A estrutura de capital</i>	29
VII. CONCLUSÃO	30
VIII. BIBLIOGRAFIA	31

I. INTRODUÇÃO

Para que o crescimento econômico de um país possa ocorrer, é essencial o investimento em projetos de larga escala, tanto em infra-estrutura quanto na área industrial. Muitos destes projetos, têm sido financiados por meio do *Project finance*¹.

O *project finance* é uma alternativa eficaz e de baixo risco, capaz de levantar grandes volumes de capitais necessários para a viabilização de projetos de infra-estrutura. O Brasil, por ser um país que possui uma grande quantidade de recursos naturais e por não dispor de recursos financeiros para explorá-los, tem utilizado esse novo método como uma alternativa eficaz de captação de recursos. Outro fator que alavancou a demanda por este tipo de financiamento foi a crise sofrida pelo governo brasileiro, que reduziu a capacidade de financiamento do setor público nos projetos de grande porte, transferindo-os em sua maioria para o setor privado.

No Brasil, já existem alguns casos onde o *project finance* foi, ou está sendo, utilizado como instrumento para levantar capital de investimento. Entre eles, podemos citar, o projeto de desenvolvimento do campo de Marlim na bacia de campos, a construção do gasoduto Brasil-Bolívia, Usina Hidrelétrica de Itá, Via Lagos, Hospital da Criança e a Rodovia Presidente Dutra² (será analisado ao longo do trabalho).

¹ O termo *project finance* poderia ser traduzido por financiamento de projeto. Entretanto, *project finance* é uma denominação que já vem sendo utilizada no Brasil, de modo que será mantida e utilizada ao longo deste trabalho.

² Na realidade, não há no Brasil casos de *project finance* clássico. Entretanto, variações dessa estruturação, aproveitando as suas principais características e vantagens, vem sendo aplicadas e consideradas como tal.

I.1 O que é o Project Finance?

O *project finance* é uma técnica de financiamento baseada em ativos. Ele se aplica quando um determinado conjunto de ativos, que compõe o projeto, é capaz de funcionar de forma lucrativa como uma unidade econômica independente. Esta técnica pode proporcionar diversas formas de financiamento para o projeto, envolvendo a emissão de títulos patrimoniais (geralmente para os patrocinadores do projeto) e títulos da dívida. Os prazos deste financiamento são projetados sob medida para que os pagamentos de juros, principal e dividendos coincidam com o fluxo de caixa esperado no projeto. Esta alternativa de financiamento pode ser muito atraente, uma vez que, o financiamento de um projeto particular é garantido pelo fluxo de caixa gerado pelo próprio projeto.

O *project finance* é uma estrutura de financiamento que permite o compartilhamento de riscos operacionais e financeiros entre as várias partes envolvidas, realizando-o de forma mais flexível do que o financiamento com base no crédito geral dos patrocinadores. Entretanto, para que a alocação de riscos e retornos seja feita de uma forma eficiente, é necessária uma cuidadosa engenharia financeira, embutida em uma série de contratos.

Este tipo de projeto, ao compartilhar o risco de um empreendimento com muita clareza e precisão, da oportunidade para que cada investidor escolha a parcela de risco que lhe é mais afeita, recebendo o retorno proporcional a ele. Para os investidores ou

patrocinadores, o *project finance* ainda oferece o atrativo do modelo *non resource*, que limita sua responsabilidade aos capitais aportados, sem direito de regresso.

I.2 Histórico brasileiro

A década de 70 caracterizou-se ,em nível mundial, por inflação alta e grandes projetos que demandavam recursos superiores às disponibilidades de seus empreendedores. No Brasil, foi a última década de expansão da participação do Estado na economia, mesmo utilizando recursos privados internacionais.

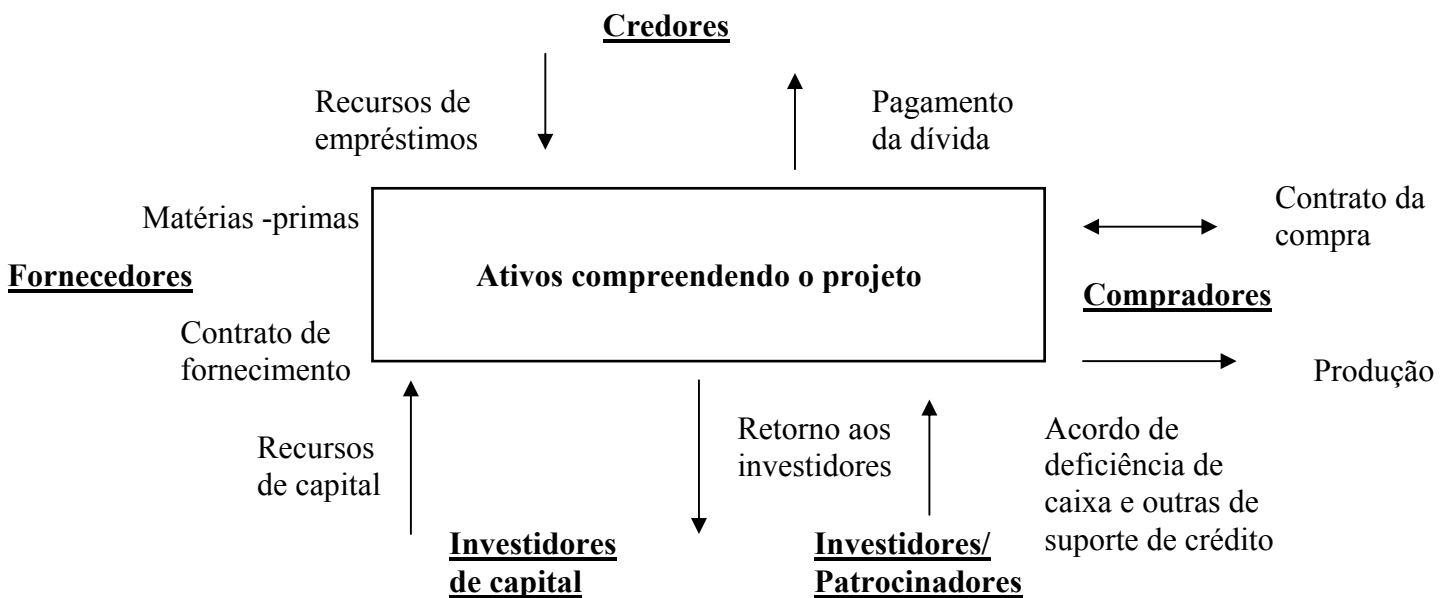
A década de 80 foi vivenciada pela chamada “década perdida”, após a crise iniciada com a quebra financeira e operacional do setor público

Os anos 90, foram marcados pela globalização que levou à expansão internacional das atividades privadas, reduzindo o papel do Estado, por meio da crescente privatização do setor público. A área de infra-estrutura foi diretamente afetada por projetos que ultrapassaram as fronteiras nacionais, não só pela área de influência, mas também pela existência de parceiros oriundos de diferentes países. Os fundos para estes projetos foram obtidos junto a agências de crédito a exportação, agentes multilaterais, bancos comerciais, seguradoras e mercado de capitais. Embora, este fato já fosse uma tendência mundial, o Brasil só foi atingido em meados da década.

O BNDES/BNDESPar reconhecendo que o modelo tradicional de financiamento havia-se esgotado, chamou a participar ativamente no processo de privatização, cumpre o seu papel de fomentador do desenvolvimento econômico social, viabilizando as primeiras operações de *project finance* no Brasil. Foram elas: a concessão e de manutenção e operação da Rodovia Presidente Dutra, da Ponte Rio- Niterói e da Usina Hidrelétrica de Serra da Mesa.

I.3 Agentes envolvidos

Para a estruturação do project finance, existe a participação de diversos agentes com funções essenciais e distintas. O quadro abaixo apresenta um resumo dos principais agentes com suas funções:



Fonte: Finnerty (1996)

II. POR QUE PROJECT FINANCE?

Após observar que um determinado projeto possui características que o tornam adequado para o *project finance*, é preciso decidir se é válido ou não. Essa decisão a identificar se o *project finance* pode oferecer um custo de capital, após o pagamento de impostos, mais baixo que o financiamento direto convencional. Isto é, verificar se fica mais barato financiar o projeto com base no crédito geral da empresa patrocinadora, ou através da formação de uma entidade jurídica separada para empreender o projeto.

Como, em geral, os custos para estruturar o *project finance* são muito altos (como veremos mais adiante), ele acaba se justificando somente para projetos de investimentos realmente elevados. De qualquer maneira, o que vai determinar se realmente vale a pena adotar o *project finance*, são os benefícios que poderão compensar essa desvantagem. As vantagens proporcionadas pelo projeto, que permitirão alcançar estes benefícios, serão discutidas na próxima seção.

II.1 Vantagens do Project Finance

➤ Compartilhamento de Riscos

O *project finance* permite que os riscos e retornos sejam alocados de uma forma flexível e eficiente entre as partes envolvidas. Através da identificação, quantificação e alocação dos riscos, contratos podem ser estruturados de modo a limitar as flutuações do fluxo de caixa do projeto. O compartilhamento pode ser feito de modo que os diversos tipos de riscos sejam transferidos para as partes mais aptas a absorvê-los. Além da empresa patrocinadora, os riscos podem ser assumidos, em maior ou menor grau, pelos principais

credores, fornecedores, e compradores da produção do projeto. O preço exigido pelas diferentes partes por assumir riscos específicos pode variar consideravelmente, e eles podem ser compartilhados diferentemente em diferentes etapas do projeto.

➤ **Expansão da Capacidade de Alavancagem**

O patrocinador pode alcançar uma alavancagem financeira muito mais elevada do que conseguiria se financiasse o projeto inteiramente com base em seu próprio balanço. A estruturação do *project finance* permite que o patrocinador consiga o financiamento com base no crédito de terceiros

➤ **Economia Fiscal**

O imposto de renda sobre pessoa jurídica é calculado sobre o lucro depois que os juros da dívida foram pagos. Desse modo, em casos onde o *project finance* pode proporcionar um aumento significativo do grau de alavancagem, uma economia fiscal considerável pode ser conseguida.

➤ **Alternativas a restrições no endividamento**

Quando o patrocinador apresenta restrições para se endividar nos seus artigos de associação, ou nas documentações dos créditos já existentes, o *project finance* pode ser um mecanismo capaz de levantar capital para investimento em determinados projetos, uma vez que ele não é classificado legalmente como endividamento do patrocinador .

➤ **Redução dos “Agency Costs”**

Os “Agency Costs” são os custos gerados pelo conflito de interesses entre acionistas e credores sobre o fluxo de caixa e os ativos da empresa. Num *project finance*, a entidade-projeto tem vida finita e distribui os fluxos de caixa do projeto diretamente para os credores e investidores de capital. Isso permite que os interesses econômicos dos credores e acionistas se tornem bem mais alinhados.

Além disso, proporciona aos investidores o controle do fluxo de caixa líquido e o poder do patrocinador quanto a decisão de reinvestimento do fluxo de caixa líquido do projeto fica restrito contratualmente. Isso pode reduzir o risco de que o fluxo de caixa líquido possa ser retido e investido sem aprovação dos investidores de capital, reduzindo o custo de capital próprio para o projeto.

II.2 Desvantagens do Project Finance

➤ **Complexidade do Project Finance**

O projeto é estruturado com base em um conjunto de contratos que deve ser negociado por todas as partes. Essa negociação é normalmente muito complexa, exigindo bastante tempo para que os contratos sejam elaborados.

Além disso, despesas legais envolvidas na elaboração da estrutura do projeto, pesquisa e gerenciamento de questões fiscais e jurídicas relativas ao projeto, e na preparação da documentação de propriedade de projeto, dos empréstimos e de outros contratos necessários fazem com que o *project finance* apresentem maiores *custos de transação*

➤ **Custo da dívida elevado**

O suporte de crédito para o *project finance* é proveniente de compromissos contratuais em vez de promessa direta de pagar. Como consequência, os credores geralmente exigem um “*prêmio de rentabilidade*” para compensar o risco dos compromissos contratuais falharem no pagamento da dívida por causa de alguma circunstância não prevista.. Com isso, o custo da dívida é geralmente mais elevado num projeto deste tipo do que num financiamento convencional comparável.

Logo, concluímos que o *project finance* é um instrumento de financiamento oneroso, que nem sempre levará a um menor custo de capital. Quando o financiamento convencional também está disponível, o *project finance* só deverá ser escolhido quando as vantagens relacionadas anteriormente forem maiores que os elevados custos de recursos de dívida, e os custos associados à sua estruturação, resultando num *custo geral de capital* mais baixo para o projeto.

III ANÁLISE DE VIABILIDADE DE PROJETO

Um investidor só estará disposto a disponibilizar capital para financiar um projeto caso o seu retorno esperado possa compensar os seus riscos assumidos. Logo, eles precisam ser convencidos que o projeto é técnica e economicamente viável. Para isso, um estudo de viabilidade precisa provar que o projeto poderá ser construído dentro do cronograma e orçamento estimado e operar dentro das condições previstas, sendo capaz de gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir os custos operacionais e custos de serviço da dívida, proporcionando retorno aos seus investidores.

No estudo da viabilidade, é importante que todos os fatores que possam afetar os fluxos de caixa do projeto sejam cuidadosamente analisados.

III.1 Viabilidade Técnica

Este estudo, precisa garantir que o projeto irá gerar produção de acordo com a sua capacidade projetada, e estimar custos e prazos para a sua construção. Ele deve verificar todos os processos tecnológicos envolvidos no projeto da instalação proposta, e avaliar todos os riscos associados à tecnologia escolhida. Tecnologias já comprovadas são preferencialmente utilizadas, e adaptações devido a escala ou localização do projeto também precisam ser levadas em consideração.

Além disso, esse estudo deve fornecer a base para estimarem os custos de construção, de forma que possa se prever adequadamente as necessidades de capital de giro para garantir a construção do projeto. As estimativas de custos do projeto devem incluir

um *fator de contingência* para cobrir despesas extras decorrentes de alguma situação imprevista, como por exemplo, erros de projeto ou custos não estimados.

Na maioria das vezes, os credores contratam consultorias de engenharia independentes para realizarem a avaliação e monitoração do projeto. O analista financeiro precisa estar a par de qualquer incerteza levantada pelo estudo de viabilidade técnica, de modo que o impacto financeiro potencial associado possa ser devidamente avaliado.

III.2 Viabilidade Econômica

Um projeto para ser viável, precisa fornecer um Valor presente líquido positivo. Investidores precisam ser convencidos que o fluxo de caixa gerado pelo projeto será suficiente para garantir o retorno mínimo desejado.

➤ Análise de demanda

Em geral, uma consultoria é contratada para realizar um estudo de marketing, que deve avaliar a capacidade de comercialização da produção do projeto. Nele, sob suposições econômicas, uma projeção da demanda deve ser feita supondo preços de venda capazes de cobrir todos os custos e gerar retorno aos investidores.

Para que isso seja viabilizado, é necessário uma boa estimativa de cada elemento de custo e do custo de capital do projeto. Para avaliar os custos de produção, ele deve ser dividido, e analisado em duas categorias: custo fixo e variável. No estudo, uma análise do ciclo de vida esperado da produção do projeto, e da influência de produtos concorrentes devem estar incluídas.

Um *fator de contingência* também deve ser utilizado para cobrir despesas imprevistas de natureza econômica. Por exemplo: variações nas taxas de juros, de câmbio, impostos, inflação, queda da demanda ou de fornecimento, decisões regulatórias, etc.

Muitas vezes, é feita uma simulação em computador com a utilização de modelos numéricos. Nessa simulação, pode-se realizar uma análise de sensibilidade, na qual se mede os impactos gerados por variações em diferentes fatores, como por exemplo: flutuações dos preços de venda, de compra de matéria prima, interrupções de operação do projeto, mudanças nos custos operacionais, atrasos de finalização, etc.

➤ **Análise da oferta**

Com esta análise, procura-se provar para os credores que o projeto terá acesso à matéria- prima suficiente para poder operar como previsto durante toda a vida da dívida.

Em projetos de recursos naturais esse ponto merece uma atenção especial. Existe uma incerteza quanto às estimativas das reservas, que são divididas entre provadas, prováveis e possíveis. Isso afeta diretamente a vida e a capacidade de produção do projeto. Normalmente, geólogos e engenheiros são contratados para avaliar a quantidade de reserva disponível e a capacidade do projeto para acessá-las.

IV RISCO DE PROJETO E MITIGANTES

Para se minimizar as flutuações de fluxo de caixa do projeto é preciso realizar uma análise dos seus riscos , criando alternativas e instrumentos que possam mitigar esses riscos.

Mitigar os riscos significa revelar as incertezas de fatos que podem vir a afetar o valor do projeto, objetivando criar mecanismos para minimizar o possível impacto dessas incertezas na capacidade do projeto de geração de fluxo de caixa. O project finance, como já foi mencionado anteriormente, possui a vantagem de conseguir colocar mais “players” envolvidos, e alocar os riscos do projeto mais eficientemente que o financiamento convencional. Através de arranjos contratuais, garante-se que cada tipo de risco seja assumido pela parte mais apta a absorvê-lo.

Os riscos de projeto podem ser classificados em seis categorias: técnicos, comerciais, políticos, financeiros, de crédito e de força maior.

IV.1 Riscos Técnicos

Os riscos técnicos podem ser divididos de acordo com as duas principais etapas do projeto: construção e operação. Os riscos de construção e riscos de operação envolvem problemas do tipo:

Inviabilidade de utilização da tecnologia escolhida (por problemas de escala por exemplo); Aumento dos custos de construção; Disponibilidade de materiais de construção, energia e transporte; Atraso da obra; Possibilidade do projeto não ser concluído, (non completion); Problemas de ordem geológica; Aumento inesperado dos custos de operação

e manutenção do projeto; Redução da capacidade de produção do projeto em relação ao planejado; Obsolescência de tecnologia, etc.

Investidores não estão aptos a assumirem esse tipo de risco, de modo que arranjos contratuais devem ser estabelecidos visando compartilhá-los com outras partes, principalmente os próprios construtor e operador. De maneira geral, os principais mitigantes para tentar atenuar os riscos associados à construção e operação do projeto são:

Experiência e reputação do construtor e do operador; Tecnologia e aplicação comprovadas; Contrato de construção em regime de empreitada com preço fixo (turn key); Inclusão de cláusulas visando penalizar o empreiteiro em caso de atraso; Exigência de prazos definidos de construção; Garantia de qualidade e operação dos equipamentos; Contrato de operação e manutenção com provisão para bônus e penalidades, e direito de cancelamento antecipado; Contratos de fornecimento de equipamentos, energia e transporte com preços “amarrados”; Fiscalização através de engenheiros independentes; Seguros.

IV.2 Riscos Comerciais

Os riscos comerciais estão relacionados ao suprimento e ao mercado propriamente dito, e estão basicamente associados a:

Flutuação na demanda durante a vida do projeto; Flutuação de preços do produto (no caso de commodities como o petróleo, esse ponto é de fundamental importância, já que existe um preço mundial sobre o qual o projeto tem pouca ou nenhuma influência); Custos, qualidade, ou interrupção do fornecimento de matéria-prima; Tarifas e barreiras comerciais; Obsolescência do produto; Força de concorrentes;

Embora seja complexo, soluções eficientes para o compartilhamento desses tipos de risco são normalmente encontradas porque incentivos comerciais são utilizados como recompensas para quem assume tais riscos. Os principais mitigantes para os riscos comerciais são:

Realização de estudos de mercado; Análise de correlação entre preços e custos (receitas e despesas); Contratos de venda do produto a longo prazo; Contratos de compra a longo prazo; Contratos de garantia do fornecedor; Hedging com contratos a termo (forward contract) e contratos futuros (future contract); Acordos com o governo ou entidades governamentais (em determinados tipos de projeto, ele tem grande influência sobre os preços do produto e a demanda do projeto);

Um contrato a termo (forward contract) obriga o vendedor a entregar ao comprador do contrato uma quantidade especificada de uma determinada commodity (ou moeda) numa data específica futura por um preço estipulado quando da assinatura do contrato. Um contrato futuro (future contract) funciona de maneira semelhante, exceto que ele possui termos padronizados e são negociados em bolsa. Contratos desse tipo permitem aos patrocinadores a venda de sua produção para entrega futura, protegendo-o contra a queda dos preços do produto.

IV.3 Riscos Políticos

Os riscos políticos, aliás muito característicos na história da indústria do petróleo, mais comuns são os riscos legislativos, relacionados à concessão, desapropriação e transferência de divisas, os riscos regulamentares, associados ao controle de preços, custos e tarifas e os riscos ambientais.

De maneira geral, as alternativas para minimizar os riscos políticos são:

Garantias de entidades governamentais “chave”; Garantias de agências multilaterais; Envolvimento de companhias locais poderosas ou indivíduos com grande influência políticas; Agências reguladoras independentes; Juízo arbitral; Garantias de risco soberano; Seguro (existem entidades internacionais especializadas na venda de seguro para cobertura desse tipo de risco);

Os riscos políticos são associados ao país e dependem do governo, podendo ser reduzidos pela estabilidade das “regras do jogo”. Como, na maioria das vezes, isso está fora da capacidade de atuação dos participantes do projeto, a saída para minimizar esses riscos é buscar o envolvimento de partes específicas, como por exemplo entidades governamentais “chave”, agências multilaterais (como por exemplo BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento, Bird, CAF – Corporação Andina de Fomento, BEI – Banco Europeu de Investimento, Banco Mundial, etc.), companhias locais poderosas ou indivíduos com grande influência políticas. Na maioria das vezes, uma combinação dessas alternativas pode fornecer uma cobertura do risco político mais abrangente, a um custo geral mais baixo.

V ASPECTOS LEGAIS DO PROJECT FINANCE NO BRASIL

O Brasil, por ter uma estrutura legal complexa e um quadro econômico frágil, é necessário criar algum tipo de garantia para reduzir os riscos dos investidores. Como veremos neste capítulo, as garantias são dadas através de contratos.

V.I Ambiente Regulatório do Project Finance no Brasil

O project finance tem como vantagens melhor alocação de riscos e o fato de os financiamentos serem estruturados especificamente para cada empreendimento. Por outro lado, tem como desvantagens a complexidade das estruturas de financiamento, o prazo necessário para sua estruturação e, normalmente, ausência de ambiente regulatório adequado.

Normalmente, este tipo de projeto possui operações de longo prazo, assim sendo, dificulta a previsão pelas partes de todas as variáveis de risco possíveis e sua formalização quando da redação dos contratos do empreendimento. Além disso, por conta dos prazos das operações, as naturais trocas do governo que deverão ocorrer causam preocupação as partes, especialmente aos investidores estrangeiros.

Além dessas dificuldades, pode-se citar ainda a falta de legislação específica sobre o assunto, a variação cambial, o risco Brasil, o fato de o Brasil ser um país em desenvolvimento, com um quadro econômico frágil e suscetível a turbulências, a dificuldade de previsão de todos os eventos possíveis e ainda possíveis alterações legislativas, que dificultam a criação de contrato de longo prazo.

Em consequência, quando o *project finance* surgiu no Brasil, os credores e demais participantes preocuparam-se com a falta de legislação específica relacionada a este tipo de estrutura financeira exigindo garantias, geralmente através de contratos. A finalidade básica destes contratos nada mais é que um suporte para a obtenção de financiamento para o projeto.

Estes contratos distribuirão o risco entre os patrocinadores do projeto, os compradores da produção e as demais partes envolvidas. Representam uma forma de alocar os riscos para os agentes com maior capacidade de suportá-los e fornecer aos credores o maior número de garantias possíveis, possibilitando um menor custo de financiamento.

V.I A necessidade e tipos de contratos

Como vimos anteriormente, o *project finance* é uma forma de engenharia financeira sustentada contratualmente pelo fluxo de caixa do projeto. Logo, para assegurar que ele pode obter financiamento como um entidade econômica separada, é necessário uma grande quantidade de arranjos contratuais visando garantir o comprometimento de cada parte envolvida. Os contratos formalizam os acordos entre as partes envolvidas nas operações, regulando seus direitos e obrigações.

O objetivo básico é prever e evitar qualquer variação no fluxo de caixa do projeto, minimizando os seus riscos através da utilização de obrigações contratuais. Essas relações contratuais são normalmente muito complexas, e um ponto fundamental é que elas possam ser estabelecidas e mantidas a custos toleráveis.

Os principais contratos de um project finance são os de: construção, operação e manutenção, fornecimento de matéria-prima, equipamentos e energia, e compra da produção.

A tabela a seguir mostra os principais tipos de contrato de compra e venda.

Tipo de Contrato	Grau de Suporte Creditício Oferecido
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contrato Take-or-Pay 	<p>O contrato obriga o comprador da produção ou dos serviços do projeto a pagar por tal produção ou serviços, independentemente do fato de recebê-los ou não. Pagamentos em dinheiro são geralmente creditados contra despesas por entregas futuras.</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Acordo de Throughput 	<p>Durante um período de tempo especificado, os transportadores, ou seja empresas de petróleo ou produtores de gás, transportam quantidade suficiente de produto através do oleoduto ou gasoduto para suprir o duto com receita em dinheiro suficiente para pagar todos os seus custos operacionais e para atender a todas as suas obrigações de serviço de dívida.</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contrato de Custo de Serviço 	<p>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.</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Acordo de Pedágio (Tolling) 	<p>A empresa-projeto cobra pedágio pelo processamento de matérias-primas que geralmente é de</p>

	propriedade dos, e entregue pelos, patrocinadores do projeto.
--	---

Fonte: Project finance – Engenharia financeira baseada em ativos, John D. Finnerty, Nova Iorque, NI, pág. 58 (1996)

VI ESTUDO DE CASO: NOVADUTRA

A Rodovia Presidente Dutra, Via Dutra, foi construída na década de 40 para ligar de forma eficiente os maiores centros urbanos do país, atravessando uma região que hoje representa 50% do PIB brasileiro. Com a expansão da malha rodoviária na década de 60, a Via Dutra tornou-se a mais importante ligação entre a região sul e as regiões ao norte do trecho Rio-São Paulo.

Hoje em dia, ela continua sendo a mais importante rodovia do país, tanto para o transporte de carga quanto o de passageiros. O constante crescimento do fluxo de veículos na rodovia tem exigido grandes investimentos em ampliações e melhorias em sua infraestrutura.

O Governo Federal, por problemas de caixa e estabelecimento de prioridades, foi obrigado a reduzir o investimento no parque rodoviário do país, trazendo como consequência a deterioração da Via Dutra e a necessidade de transferência da exploração da rodovia para a iniciativa privada.

VI.1 Objetivo do projeto

O objetivo do projeto foi o de reformar, operar e administrar uma das maiores e mais movimentadas rodovias do Brasil.

Em 1995, o Governo Federal criou o Procrofe³ e incluiu a Via Dutra no primeiro pacote cuja exploração seria concedida à iniciativa privada. A empresa, Concessionária da Rodovia Presidente Dutra S.A , ganhou o consórcio que mais tarde se transformaria na NovaDutra.. Esta empresa, obteve a concessão rodoviária em 31-10-1996 e se desafiou a

³ Procrofe – Programa de Concessões Rodovias Federais

reformular, e modernizar a rodovia. Para a formação da empresa, utilizou-se o *project finance* para viabilizar a primeira e maior de todas as concessões rodoviárias do Brasil.

A concessão rodoviária para a exploração pelo setor privado é ainda um evento relativo novo no Brasil.

VI.2 O projeto

Para a realização do *project finance*, foi necessário não apenas levantar U\$ 525 milhões, mas também montar uma estrutura financeira capaz de alocar eficientemente os riscos do projeto entre os patrocinadores e os acionistas e entre os financiadores e as seguradoras.

A NovaDutra recebeu a concessão da rodovia Via Dutra usufruindo das receitas de seus pedágios. Ela tinha o compromisso de reformar trechos críticos da rodovia, assim como instalar e manter uma moderna rede de serviços para os usuários, em troca, teria que dispensar a obrigatoriedade do pagamento de direito de outorga ao poder concedente.

Dados da concessão:

Poder concedente	Órgão gestor	Data do contrato	Extensão total	Período da concessão	Investimentos totais
União	DNER	31/10/95	402,4 km	25 anos	U\$ 525 milhões

Descrição do trecho:

Rodovias	Extensão	Início		Término	
	km	km		km	
BR - 116/SP	230	230+000	Vila Maria - SP	0+000	Div. SP/RJ
BR - 116/RJ	170	333+000	Div. SP/RJ	163+000	Vigário Geral - RJ

VI.2.1 Riscos do projeto

A concessão de rodovias para a exploração pelo setor privado é ainda um evento relativamente novo no Brasil. Poucas estradas possuíam um sistema de pedágio, fator que vem a ser o maior problema do empreendimento.

Os principais riscos a serem considerados no projeto são:

➤ **Riscos políticos:**

A legislação poderia mudar em função da rejeição popular

➤ **Riscos operacionais:**

O volume de tráfego poderia cair abaixo do suficiente para que a concessionária pudesse operar a rodovia e cumprir seus compromissos financeiros.

➤ **Riscos financeiros:**

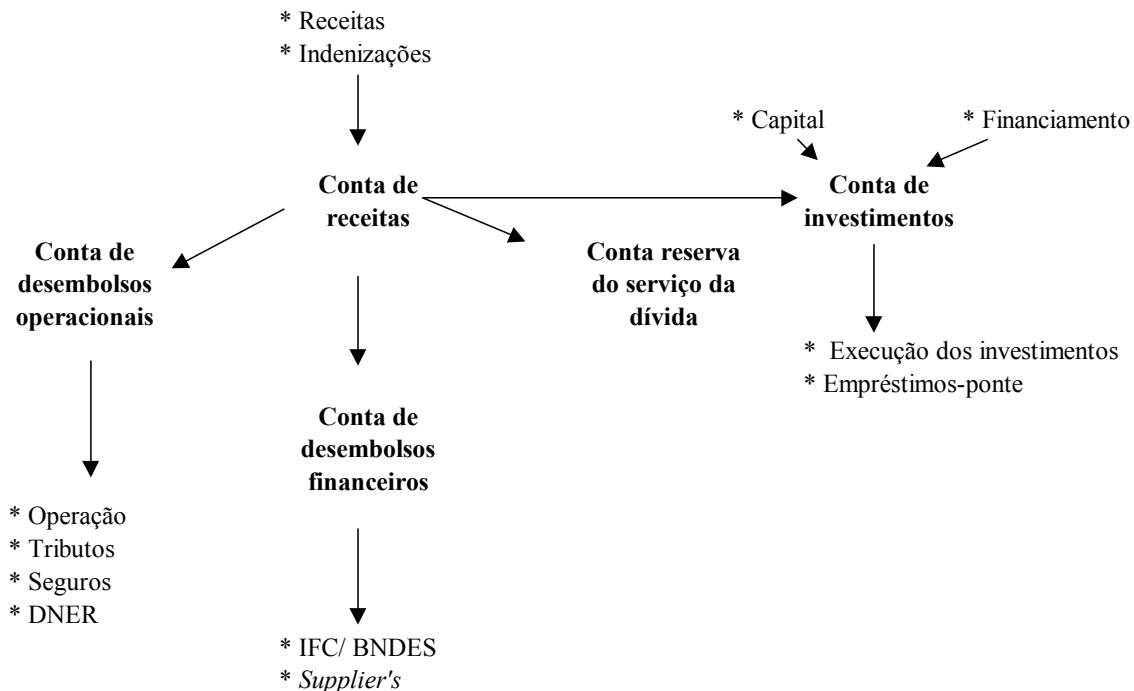
Desvalorizações cambiais e aumentos nas taxas de juros básicas poderiam deixar a concessionária insolvente em um ou mais financiamentos.

VI.2.2 Garantias

Para a estruturação do projeto, algumas medidas foram tomadas para diminuir ao máximo os riscos de projeto e dar garantias aos financiadores.

O quadro abaixo mostra a estrutura de garantias e suas relações:

PACOTE DE GARANTIAS - FLUXO DE RECURSOS



Para mitigar o risco de tráfego, utilizou-se projeções estatísticas da Mckinsey Consulting, que usou um banco de dados de movimento diário nos 30 anos anteriores a concessão. Com relação aos riscos financeiros, a NovaDutra celebrou contratos de financiamento com o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e o IFC⁴ (“International Financial Corporation”). Por se tratar de empréstimos de longo prazo, o risco cambial e a taxa de juros está automaticamente diluído e mitigado ao longo de sua vigência.

⁴ IFC – tem a incumbência de investir em projetos do setor privado em países em desenvolvimento.

VI.3 Agentes

➤ Patrocinadores (sponsors)

Formado geralmente por um consórcio de empresas com interesses em comum, são responsáveis diretos pela organização e estruturação do projeto.

São responsáveis pelo fornecimento de recursos de capital e outras formas de crédito. Possuem como objetivo a recuperação das despesas iniciais de desenvolvimento do projeto, partilhamento dos riscos com os financiadores, obtenção de lucros decorrentes do gerenciamento da construção e lucros pela venda de equipamentos. Os patrocinadores que participaram do projeto foram: Camargo Corrêa Transportes S.A, Construtora Andrade Guitierrez S.A., Construtora Sereveng-Civilsan S.A e Oderbrecht Serviços de Infra-Estrutura S.A

➤ Advogados:

A documentação para a estruturação de um project finance é complexa e numerosa exigindo a participação de um grupo experiente de advogados na formulação e acompanhamento dos contratos. É recomendável que os advogados participem diretamente desde o início da estruturação do project finance, para assegurar a correta estrutura dos contratos de financiamentos e dos pacotes de garantias a serem apresentados. Os advogados que participaram do projeto NovaDutra foram: Advogados USA NovaDutra, Advogados USA IFC, Advogados Brasil NovaDutra e Advogados Brasil IFC

VI.4 A estrutura de capital

O quadro abaixo descreve a forma com que os recursos levantados com o capital próprio e de terceiros foram alocados na reforma da rodovia e na implementação e operação da rede de serviços:

USOS E FONTES DE RECURSOS DO EMPREENDIMENTO

Usos	US\$ milhões	%
Trabalhos Iniciais	62.6	11.9
Recuperação da rodovia	402.5	76.6
Investimento na operação da rodovia	60.4	11.5
Total de usos	525.5	100

Fontes	US\$ milhões	%
<u>Capital</u>		
Aporte dos acionistas	105.1	20
Geração de caixa do projeto	108.1	20.6
Total capital próprio	213.2	40.6
<u>Dívidas</u>		
BNDES	171	32.5
IFC - Parcela A	35	6.7
IFC - Parcela b	79.5	15.1
<i>Supplier's credit</i>	26.8	5.1
Total dívidas	312.3	59.4
Total da Fontes	525.5	100

Fonte: Project finance no Brasil – fundamentos e Estudos de Casos, Claudio Augusto Bonomi e Oscar Malvessi, pág.243

VII. CONCLUSÃO

O Brasil, um país em desenvolvimento, passa por momentos difíceis para garantir a estabilidade econômica e estimular o crescimento. O Governo, com a crise fiscal que vem enfrentando e a consequente dificuldade de realizar grandes investimentos, principalmente no setor de infra-estrutura (essencial para o desenvolvimento econômico de um país), tornou indispensável a participação da iniciativa privada na economia.

O project finance é uma alternativa eficaz e de baixo risco, capaz de levantar grandes volumes de capitais necessários para a viabilização de projetos de infra-estrutura, e quando utilizado da maneira correta pode apresentar muitas vantagens sobre o modelo tradicional de financiamento.

Para que possa ser tomada a decisão de utilizar esta nova forma de captação de recursos, é necessária uma análise detalhada. Deve-se analisar, dentro do ambiente político, jurídico e financeiro, as vantagens e desvantagens da realização do projeto, assim como, os riscos e mitigantes.

Um exemplo onde a utilização do project finance pode ser descrito como um grande sucesso é o caso NovaDutra. Uma das maiores rodovias do Brasil estava se deteriorando por falta de investimento do setor público e, após a concessão para o setor privado, foi possível arrecadar uma enorme quantia de dinheiro, reformá-la e realizar a manutenção até os dias de hoje.

No Brasil, a utilização do project finance é ainda muito recente mas, é sem dúvida, uma grande oportunidade para que grandes projetos de investimento em infra-estrutura possam ocorrer no futuro.

VIII. BIBLIOGRAFIA

FINNERTY, JOHN D., Project Financing – Asset-Based Financial Engineering. John Wiley & Sons, Inc., 1996

BNDES. “Project Finance e Infra-estrutura: Descrição e Críticas”.1998.

GARCIA, MARCIO. O Financiamento à Infra-estrutura e a Retomada do Crescimento Econômico Sustentado. Rio de Janeiro: BNDES, texto para Discussão nº27, 1994.

CLÁUDIO AUGUSTO BONOMI; OSCAR MALVESSI. Project Finance no Brasil: Fundamentos e Estudos de Casos.

MARQUES, MARIA CLAUDIA. A utilização do project finance nos países em desenvolvimento: As experiências brasileira e asiática no setor de óleo/gás e energia elétrica, dissertação de mestrado, PUC-RJ, agosto/2001.

BNDES. “Project Finance para a indústria: Estruturação de Financiamento”.dez/2000.

VIA DUTRA – Concessionária da Rodovia Presidente Dutra S.A Rio de Janeiro – São Paulo. Disponível em: www.novadutra.com.br