



Revista de Finanças Aplicadas

ISSN 2176-8854

WWW.FINANCASAPLICADAS.NET

GARANTIAS EM OPERAÇÕES DE PROJECT FINANCE NOS SETORES DE INFRAESTRUTURA: O PAPEL DOS COVENANTS

Stefan Lourenço de Lima, FIA
Pós em Finanças Corporativas pela FIA
stefandelima@hotmail.com

GARANTIAS EM OPERAÇÕES DE PROJECT FINANCE NOS SETORES DE INFRAESTRUTURA: O PAPEL DOS COVENANTS

OBJETIVO

Demonstrar a relevância de um modelo ótimo de conjugação de garantias outorgadas pelos patrocinadores para o sucesso de operações estruturadas via project finance, mostrando como a correta reunião dos covenants positivos e negativos com as demais garantias envolvidas permite reduzir ao máximo a variação do fluxo de caixa e, deste modo, otimizar a alavancagem financeira para melhoria da performance da operação.

METODOLOGIA

Analisa-se as características dos financiamentos de projetos nos setores de infraestrutura, indicando suas peculiaridades e descrevendo por completo toda a estrutura desta modalidade de engenharia financeira. É realizado um estudo de como a escolha de determinado covenant influencia na metodologia de avaliação de valor utilizada para projetos estruturados.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

A combinação de garantias reais e covenants possibilita maior eficiência no monitoramento do fluxo de caixa do projeto, gerando uma boa administração do mesmo, fato este que, conseqüentemente, aumenta a credibilidade dos financiados perante os financiadores. Essa combinação também aumenta o valor dos projetos, uma vez que fornece maiores garantias de que parte das receitas da SPE (Sociedade de Propósito Específico) será utilizada para o pré-pagamento da dívida ao invés de ser distribuída como lucro para seus sócios/acionistas.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

Os problemas encontrados na utilização exclusiva de garantias bancárias e pessoais em project finance podem ser mitigadas através da harmonização com covenants contratuais. O efeito é a geração de uma sinalização clara para o mercado de que o empreendimento é confiável. O efeito final é o aumento do valor do projeto e/ou a redução da taxa de retorno exigida, o que aumenta a probabilidade de sua aprovação e o volume de investimentos agregado.

PALAVRAS-CHAVE

Project Finance, Infraestrutura, Garantias, Covenants

COLLATERALS IN INFRASTRUCTURE PROJECT FINANCE: THE ROLE OF COVENANTS

OBJECTIVE

The work aims to demonstrate the relevance of an optimal combination model of collaterals granted by the sponsors for the success of structured transactions through project finance, analyzing how the correct reunion of positive and negative covenants with the other guarantees involved reduces the maximum variation of cash flow, and optimize the financial leverage to improving the performance of the operation.

METHODOLOGY

It analyzes the characteristics of project finance in infrastructure sectors, indicating its peculiarities and describing the whole structure of such type of financial engineering. Then we study how the choice of certain covenants influences the value assessment methodology for structured projects.

RESULTS AND CONCLUSIONS

The combination of collateral and covenants enables greater efficiency in monitoring the project's cash flow, which increases the credibility of funded to funders. This combination also increases the value of the projects, since it provides greater assurance that the portion of the revenue of the SPE (Special Purpose entity) will be used to prepay debt instead of being distributed as profits to its members / shareholders.

PRACTICAL IMPLICATIONS

The problems encountered in the exclusive use of bank and personal guarantees in project finance can be mitigated through alignment with contractual covenants. The effect is to generate a clear signal to the market that the enterprise is reliable. The final effect is to increase the value of the project and/or the reduction of the yield required, which increases the probability of its approval and the volume of aggregate investments.

KEYWORDS

Project Finance, Infrastructure, Collaterals, Covenants.

O objetivo é demonstrar a relevância de um modelo ótimo de conjugação de garantias outorgadas pelos patrocinadores para o sucesso de operações estruturadas via project finance, analisando como a correta reunião dos covenants positivos e negativos com as demais garantias envolvidas permite reduzir ao máximo a variação do fluxo de caixa e, deste modo, otimizar a alavancagem financeira para melhoria da performance da operação.

INTRODUÇÃO

Hodiernamente, na grande maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, os principais projetos decorrentes de obras de infraestrutura e/ou envolvendo a prestação de serviços públicos, tais como fornecimento de água, energia elétrica, petróleo e gás, telecomunicações e transporte, vêm sendo viabilizados por meio de operações de project finance, nos quais a amortização dos financiamentos concedidos para construção de tais projetos ocorre com a própria receita do projeto a ser financiado.

A ausência de recursos no setor público e a dificuldade de captação de fundos a um custo razoável no setor privado, especialmente para grandes empreendimentos, representam desafios que o mercado internacional aprendeu a administrar por meio de extenso planejamento e pela elaboração de uma complexa estrutura de financiamento que visa, ao mesmo tempo, captar recursos de longo prazo necessários à viabilização de projetos sem onerar demasiadamente seus empreendedores.

Em razão das necessidades crescentes e da carência adequada de infraestrutura do País, as operações estruturadas via project finance têm despertado e atraído atenção dos investidores em geral, sejam eles domésticos ou estrangeiros, pela possibilidade de obtenção de altos retornos financeiros sem que haja a necessidade de se expor diretamente aos elevados riscos decorrentes da estruturação do empreendimento.

Para obtenção de sucesso nesta modalidade de engenharia financeira em projetos de infraestrutura no País, uma das questões mais importantes e discutidas durante o processo de estruturação da operação é o conjunto de garantias a ser oferecido aos credores (Bonomi & Malvessi, 2008). Além das ga-

rantias tradicionais oferecidas em operações do tipo *corporate finance*, assume grande relevância na estrutura de financiamento de projetos a inserção no corpo dos documentos de *covenants* financeiros e não financeiros, assim entendidos como obrigações positivas e negativas (de fazer e não fazer), capazes de reduzir as variações do fluxo de caixa e que garantem a possibilidade de monitoramento do progresso do empreendimento pelos financiadores (Borges, 1999).

Constata-se que o conjunto de garantias (especialmente no que tange aos *covenants*) a ser utilizado para cada operação é capaz de influenciar as metodologias de *valuation* para projetos estruturados. Assim, a correta reunião destes instrumentos de cobertura é capaz de gerar maior valor ao projeto, tanto sob a perspectiva de *firm cashflow* quanto de *equity cashflow*, tal como será demonstrado no presente estudo.

A partir dessa contextualização, o presente estudo tem como objetivo básico demonstrar como a correta utilização de *covenants*, assim compreendidos os instrumentos representativos de um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida, juntamente com as garantias reais bancárias e pessoais tradicionais, em empreendimentos constituídos através de *project finance* (i) possibilita maior eficiência no monitoramento do fluxo de caixa do projeto, gerando uma boa administração do mesmo, fato este que, conseqüentemente, aumenta a credibilidade dos financiados perante os financiadores; e (ii) afeta positivamente a avaliação de valor dos projetos, uma vez que fornece maiores garantias de que parte das receitas da SPE (Sociedade de Propósito Específico) serão utilizadas para o pré-pagamento da dívida ao invés de serem distribuídas como lucro para seus sócios/acionistas, gerando uma sinalização clara para o mercado de que o empreendimento é confiável (Borges, 1999).

Existe um consenso na sociedade brasileira de que o acesso do governo às fontes de recursos financeiros é extremamente limitado e grande parte de seus esforços devem ser basicamente direcionados para o custeio das demais áreas, como educação, saúde, habitação, segurança pública, justiça, entre outros, uma vez que não há recursos suficientes para atender às prementes necessidades de infraestrutura e serviços públicos no Brasil. Destarte, o próprio governo brasileiro, após se deparar com modelos estrangeiros que vinham atingindo êxito na utilização, se viu compelido a progressivamente aceitar a entrada do setor privado em segmentos da atividade econômica que anteriormente eram explorados única e exclusivamente, sob o regime de monopólio, pelo Estado (Stuber, 1996).

A introdução de modernas técnicas de financiamento de obras de infraestrutura pela iniciativa privada acabou por revolucionar toda esta questão do “Estado empresário” na exploração da atividade econômica, tal como afirma Stuber (1996). Não obstante, ao se outorgar ao investidor privado a operacionalidade de determinadas obras de infraestrutura de longa maturação, financiadas mediante a obtenção de empréstimos junto a organismos ou instituições multilaterais, agências governamentais de crédito, entidades internacionais e bancos privados de investimento, transfere-se a este também a responsabilidade na consecução e conclusão do projeto, tendo em vista que o interesse público entre em cena.

Neste diapasão, as garantias a serem outorgadas pelos *sponsors* assumem papel de relevância na estrutura do financiamento. Como o financiador externo não possui, via de regra, uma garantia efetiva do patrocinador, ou acesso ilimitado ao seu patrimônio, deve satisfazer-se com as garantias proporcionadas pelo veículo criado para explorar o empreendimento. Em função dessa e outras exigências, toda operação de financiamento de projetos acaba contemplando a outorga de uma

rede de arranjos de garantia em favor dos financiadores externos, o que se convencionou chamar de "pacote de garantias" (*security package*), pelo qual se busca isolá-los de todos os riscos não creditícios associados ao projeto, além de estabelecer um sistema de recuperação de créditos em caso de default na operação (Enei, 2007).

Ademais, conforme constatado por Borges (1999), a sociedade financiada lida corriqueiramente com fatores externos de risco no ambiente competitivo em que está sendo desenvolvido o projeto estruturado. Fornecedores, clientes, concorrentes e novos agentes que possam vir a substituí-la são os participantes desse ambiente e representam ameaças para os procedimentos de recuperação de crédito. A identificação prévia desses riscos é uma das principais características do *project finance* e a definição dos *covenants*, bem como das melhores práticas na utilização destes instrumentos, são as principais ações mitigadoras desses riscos. Entretanto, em âmbito nacional, o tema tem sido pouco estudado e há razoável escassez de trabalhos que tratem do assunto.

Após uma discussão acerca dos principais conceitos do estudo, será utilizado o método dedutivo como metodologia de abordagem, na medida em que o trabalho realizará uma análise de eficiência das garantias utilizadas em operações de *project finance*, partindo-se de premissas gerais e teóricas, objetivando o desenvolvimento de um modelo ótimo de estrutura de conjugação de garantias tradicionais e *covenants* para utilização em projetos na área de infraestrutura, que afetem positivamente suas avaliações.

Sob a perspectiva de metodologia de procedimento, serão utilizados os métodos crítico e de modelagem conceitual, além de uma revisão bibliográfica, visto que o trabalho propõe-se a apontar os problemas encontrados na utilização exclusiva de

garantias bancárias e pessoais em *project finance*, sem que haja uma harmonização destas com os *covenants* contratuais. Neste sentido, o conjunto de garantias a ser utilizado deve auxiliar no monitoramento do fluxo de caixa da operação e contribuir na geração de valor aos participantes do empreendimento.

O PROJECT FINANCE COMO MODALIDADE DE FINANCIAMENTO

Conceito

Verifica-se uma tendência mundial em que a operacionalização, assim entendida a construção e manutenção, dos maiores empreendimentos têm se utilizado do financiamento *project finance*, graças à possibilidade que esta técnica oferece de segmentar e compartilhar os diversos riscos decorrentes da implementação e operação dos projetos.

O *project finance* representa forma de engenharia/colaboração financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, sendo que os ativos desse projeto a serem adquiridos e os valores recebíveis ao longo do projeto servem como garantia à referida colaboração (Borges, 1998).

De acordo com Finnerty (1998), o *project finance* pode ser entendido como “a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa (*cash flow*) vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto”.

Já Enei (2007), apresentando também as vantagens contábeis desta técnica, afirma que:

Analisam-se as características dos financiamentos de projetos nos setores de infraestrutura, indicando suas peculiaridades e descrevendo por completo toda a estrutura desta modalidade de engenharia financeira. É realizado um estudo de como a escolha de determinado *covenants* influencia na metodologia de avaliação de valor utilizada para projetos estruturados.

“do ponto de vista meramente econômico, financiamento de projetos é uma técnica de colaboração financeira por meio da qual, de um lado, o empreendedor pode captar recursos para viabilizar um projeto sem expor o seu patrimônio total e balanço, ou expondo-os em menor grau, ao endividamento oriundo do financiamento e, de outro, o financiador externo pode conceder um empréstimo vinculado à exploração de certo projeto, satisfazendo-se essencialmente com a capacidade de geração de receitas, e ativos alocados ao projeto, com fontes primárias de pagamento”.

Assim, o principal enfoque do *project finance* baseia-se no valor dos ativos do projeto (*assets*), que recai principalmente sobre a concessão do serviço ao patrocinador, área e instalações da concessão do serviço, dos mais diversos campos dos setores de infraestrutura, tais como, por exemplo, construção, operação e manutenção de usinas energéticas (hidroelétricas, eólicas, nucleares), vias de transporte (rodovias, ferrovias, canais), portos e aeroportos, sistemas de distribuição de energia (eletricidade, gasodutos, oleodutos), sistemas de coleta, tratamento e distribuição de água e esgotos, prospecção e extração de petróleo e minérios, fábricas de grande porte nas áreas petroquímica e metalúrgica.

Características

A estrutura negocial de *project finance* foi e continua a ser usada preponderantemente para grandes projetos. Tal constatação decorre do fato de que o planejamento e a execução dessa estrutura negocial exige o trabalho conjunto e multidisciplinar de diversos consultores de diferentes campos de conhecimento, a intervenção de organismos ou instituições multilaterais, agências governamentais de crédito, entidades internacionais e bancos privados de investimento, na qualidade de financiadores, bem como o cumprimento de inúmeras formalidades legais. Assim, trata-se, a princípio, de operação financeira útil para a implantação, operação e manutenção de projetos que demandem grandes investimentos de capital e apresentem prazo de maturação longo (acima de dez anos).

No Brasil, vem sendo muito utilizado na prática dos negócios após o processo de privatização iniciado nos anos 90, quando os setores de infraestrutura, que passaram a ser explorados pela iniciativa privada, necessitaram de novas fontes de financiamento, uma vez que o modelo tradicional havia se esgotado ou se mostrava insuficiente para essa nova realidade. Basicamente, os recursos foram destinados as SPEs que operavam os contratos de concessão de serviços públicos, merecendo destaque as concessionárias de rodovias.

Finnerty (1998) preconiza que os candidatos ideais a um *project finance* são os projetos de investimentos em bens de capitais que (a) sejam capazes de funcionar como unidades econômicas independentes; (b) possam ser concluídos com alguma certeza; e (c) quando concluídos, sejam comprovadamente mais lucrativos do que seu custo de realização.

Todavia, é perfeitamente possível simplificar alguns aspectos desse modelo e adaptar a sua estrutura negocial para peque-

nos e médios projetos. Os pequenos e médios projetos fogem do escopo do presente trabalho, que busca realizar uma análise de *project finance* para grandes projetos nos setores de infraestrutura, mas cabe salientar que no âmbito dos empreendimentos de pequeno e médio porte, as estruturas de *project finance* podem ser usadas, seguindo os princípios gerais que orientam esta engenharia financeira, para financiar a construção (para venda ou locação) e a operação de edifícios comerciais para lazer em geral, resorts, hotéis, flats, shopping centers, cinemas, parques temáticos, teatros, etc. (para maiores detalhes, ver Seixas, 2007).

Estrutura padrão

Quando se fala de uma estrutura de *project finance*, é preciso inicialmente esclarecer no que ela difere das estruturas tradicionais de financiamento corporativo (*corporate finance*). De acordo com Seixas (2007), as estruturas de *corporate finance* pressupõem: (i) a existência e a operacionalidade de uma unidade produtiva (planta) de bens e serviços; (ii) que tal planta em operação apresenta histórico de resultados operacionais transitados por um determinado tempo (pelo menos um ano), que permita projetar, com certo grau de segurança, quais seriam, em tese, seus possíveis resultados futuros em determinados cenários econômicos; (iii) tendência de lucratividade, obtida com base na média dos resultados operacionais históricos da planta; (iv) em vista da tendência lucrativa da planta em operação, esta poderia receber empréstimos de um ou mais bancos (empréstimos sindicalizados) para a expansão de suas atividades e repagá-los com parte dos lucros esperados; e (v) as operações de *corporate finance* costumam ser garantidas em sua maior parte por terceiros, que se tornam devedores solidários das obrigações assumidas pela planta em operação.

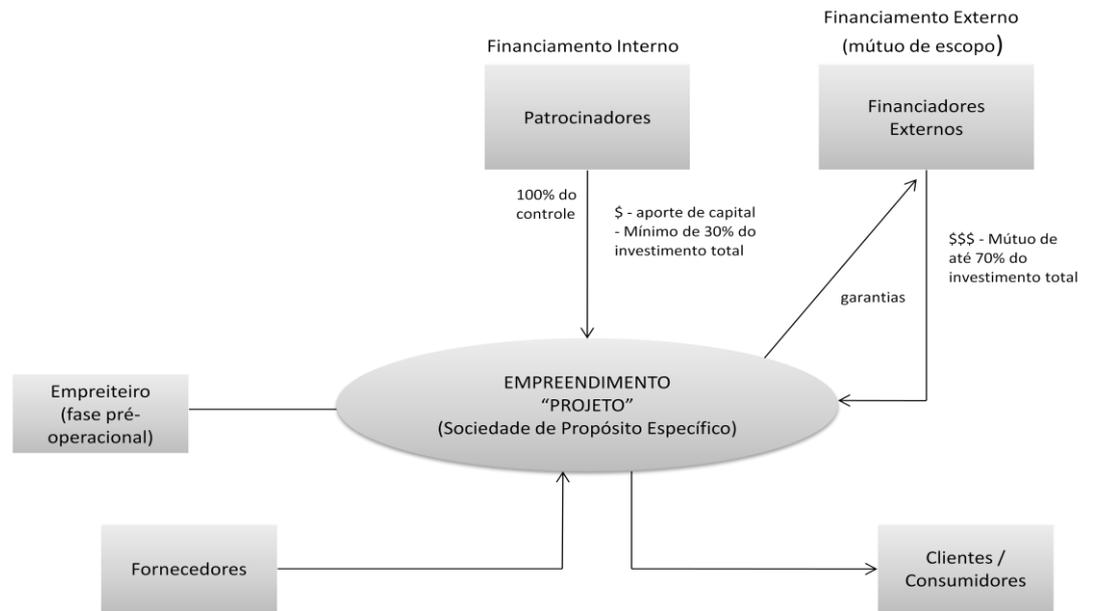
Usualmente, as operações de *corporate finance* se baseiam nos resultados médios passados de uma planta em operação para, então, projetar os possíveis resultados, possuindo, assim, natureza de financiamentos *balance sheet*, pela qual as empresas necessitam demonstrar garantias de ativos suficientes para alavancar o capital junto à instituição financeira, ou seja, a decisão a ser tomada pelos provedores do recurso para concessão ou não do empréstimo terá como base a análise do balanço patrimonial da empresa.

Já no *project finance*, o financiamento é concedido geralmente a uma nova entidade criada para o projeto, como as Sociedades de Propósitos Específicos, em que a futura rentabilidade do projeto, ou seja, o fluxo de caixa a ser gerado com o empreendimento, bem como o valor dos ativos do projeto, constituem as principais garantias concedidas aos financiadores.

Conforme descrevem Waisberg & Gornati (2012), no *project finance* “os patrocinadores constituem uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que contratará financiamento para a implementação do projeto que, por sua vez, deverá ser pago com o fluxo de caixa do próprio projeto. Em geral, os patrocinadores aportam na SPE (equity) entre 10% a 30% do capital necessário para o projeto, sendo o resto financiado. A garantia do financiamento não é, em regra, dos patrocinadores, mas dos ativos e dos próprios recebíveis a serem gerados, bem como das eventuais ações da SPE”.

Nisso reside uma vantagem do *project finance*: este tipo de operação figura apenas nas notas explicativas do balanço, permitindo um financiamento *off-balance sheet*.

Em termos esquemáticos, podemos visualizar da seguinte forma a estrutura de um *project finance* (cf. Virgílio, 2007):



Já o fluxograma básico – financeiro e operacional – da operação de *project finance* pode ser considerado da seguinte forma (cf. Waisberg & Gornati, 2012):



Agentes Envolvidos

A viabilidade de um *project finance* reside na capacidade de construir uma rede de colaboração/garantias entre os agentes envolvidos, de maneira que cada um individualmente se sinta confortável em assumir compromissos futuros, financeiros ou não, que, em conjunto, gerem resultados positivos para o projeto e garantam o adimplemento do serviço da dívida estruturado.

Para fins deste trabalho, serão considerados como participantes envolvidos os agentes tomadores de risco dentro da estrutura do *project finance*. Um projeto de grande porte envolve um número muito maior de participantes, todavia, serão aqui analisados e descritos os participantes que efetivamente atuam e assumem risco na operação. Ademais, cumpre salientar que cada projeto apresenta uma estrutura particular, não necessariamente contando com todos os participantes que serão apresentados neste capítulo.

Assim, cabe identificar os seguintes agentes:

- (i) Sociedade de Propósito Específico:

A SPE, conhecida em outros países como *project company*, representa a estrutura societária que possui os direitos sobre o projeto e irá desenvolvê-lo e operá-lo. Será controlada diretamente pelos seus acionistas patrocinadores e indiretamente pelos financiadores e o seu único escopo será o de manter e operar o projeto.

(ii) Patrocinador (*Sponsor*):

O patrocinador é o agente que promove o projeto desde a sua idealização até a sua conclusão. Em termos gerais, o *sponsor* acaba se tornando o acionista da *project company* e tem a sua remuneração através dos dividendos que está irá distribuir, respeitados as disposições contratuais (*covenants*) que limitem a distribuição de lucro durante a construção do empreendimento.

(iii) Financiador:

O agente financiador é o provedor do capital investido, tipicamente contribuindo mais no capital do que os próprios patrocinadores do projeto. Dado o tamanho da operação de financiamento, esta é normalmente repartida entre diversas instituições bancárias, através dos chamados empréstimos sindicalizados (*syndicated loans*).

(iv) Construtores e Fornecedores de Equipamentos:

A prestação sob a forma de serviços de empreitada oferecida pelo construtor é a entrega do projeto pronto para operar, abrangendo também o fornecimento de equipamentos, prestação esta que, normalmente, se estrutura na modalidade *turn key* (para maiores detalhes, ver Salomão Neto, 2005).

(v) Compradores:

Conhecidos como *off-takers*, eles assumem compromissos de adquirir a produção futura a um determinado valor por um extenso período de tempo e, dessa forma, geram para a SPE um fluxo de caixa futuro, que será a principal garantia para o pagamento da dívida contraída. Em última análise, os compradores desejam adquirir o insumo produzido pelo projeto para garantir que as suas atividades futuras não sofram com uma possível escassez ou ainda com aumentos abruptos do preço desse insumo.

Espécies de *Project Finance*

1. Quanto ao modelo de exploração:

Há uma multiplicidade de estruturas de que se podem revestir as operações de *project finance* quanto ao modelo de exploração. Essas dizem respeito aos fins que têm em mente as partes envolvidas no empreendimento. Assim, o *project finance* pode ser concebido para financiar e construir um empreendimento que, uma vez concluído, é transferido (*Build and Transfer*); ou o empreendedor financia, constrói, transfere e depois presta serviços de operação (*Build, Transfer and Operate*); ou mesmo é contratado para concluir a expansão de uma unidade já existente e explorá-la por um tempo determinado (*Contract Add and Operate*).

De acordo com Waisberg & Gornati (2012), ainda pode-se qualificar o *project finance*, sob a ótica do modelo de exploração, como:

- BOOT (Build, Own, Operate, Transfer) - Construção, Propriedade, Operação e Transferência.
- BOO (Build, Own, Operate) - Construção, Propriedade e Operação.
- BOLT (Build, Own, Leasing, Transfer) - Construção, Propriedade, Leasing e Transferência.
- OMT (Own, Maintain, Transfer) - Propriedade, Manutenção e Transferência.

2. Quanto às garantias oferecidas pelos patrocinadores:

Para os lenders, o objeto de valoração a ser considerado será o equilíbrio econômico-financeiro de um específico projeto, ligado a um investimento economicamente independente das outras iniciativas das empresas que o patrocinam.

Neste sentido, a doutrina especializada (por todos, ver Finnerty, 1998; Enei, 2007) identifica duas espécies de project finance quanto às garantias (recursos) oferecidos pelos sponsors, quais sejam: (i) o nonrecourse, caracterizado como o financiamento sem direito de garantia real ou pessoal frente ao acionista ou patrocinador, excepcionando-se, evidentemente, o aporte de capital de sua parte na SPE; e (ii) a limited recourse, na qual, os patrocinadores oferecem, ainda que por algum período ou para algum risco específico não mitigado pela estrutura contratual, alguma garantia aos financiadores.

Além destas duas espécies, Bonomi & Malvessi (2008) ainda discorrem acerca de uma terceira modalidade, a chamada full recourse, com garantias específicas totais junto aos patrocinadores. Trata-se de modalidade de pouca utilidade, pois se afasta dos princípios gerais do project finance, já que a garantia do financiamento não recairia primordialmente sobre o empreendimento, mas sim sobre o patrimônio pessoal dos acionistas da SPE.

HISTÓRICO DO PROJECT FINANCE NOS SETORES DE INFRAESTRUTURA NO BRASIL

Tradicionalmente, as obras de infraestrutura e os serviços públicos em geral eram desenvolvidas e implementadas única e exclusivamente pelo governo brasileiro, por meio de sociedades de economia mista e empresas públicas, financiadas por bancos comerciais e organizações financeiras multilaterais (i.e. Fundo Monetário Internacional).

Assim como ocorreu com outros países da América do Sul, o modelo de “Estado empresário” brasileiro logrou êxito até o início da década de 80, quando sua balança de pagamento e reservas monetárias começaram a sofrer com os efeitos econômicos negativos que pairavam sobre o continente. Leciona

Stuber (1996) que estas deteriorações foram agravadas principalmente pelo aumento das taxas de juros das operações contratadas em moeda estrangeira, elevando o custo do serviço do endividamento externo brasileiro, causando, concomitantemente, déficits na conta corrente do País, originado assim a chamada “crise da dívida externa”, fato este que minou o acesso de todas as empresas nacionais ao mercado financeiro estrangeiro.

Destarte, o governo viu o esfacelamento de suas fontes tradicionais de financiamento, estando descapitalizado para a realização de vultosos investimentos em infraestrutura no País, tais como a realidade exigia.

Durante o ano de 1990, como forma de abandonar o antigo papel de “Estado empresário”, o governo adotou uma nova estratégia econômica, com o objetivo de viabilizar sua saída progressiva da esfera econômica: foi anunciado o programa federal de privatização, conhecido como “Programa Nacional de Desestatização” (PND), instituído pela Lei n.º 8.031, de 12 de abril de 1990 e modificado pela Medida Provisória n.º 1.481/42, de 24 de outubro de 1996 (para maiores detalhes sobre o PND, ver Stuber, 1996).

Além da criação do PND, outras reformas micro e macroeconômicas foram anunciadas pelo governo, a fim de estimular a entrada de capitais estrangeiros no País. Cite-se, como exemplo, a ampla reforma constitucional de 1995, visando eliminar restrições à atividade econômica; a divulgação de novas regras sobre serviços de energia elétrica e telecomunicações; a promulgação da Lei de Concessões; a edição da Lei Antitruste, entre outras. Sob este contexto, com a desregulamentação e liberalização do comércio nacional, a retomada dos investimentos estrangeiros tornou-se viável e, juntamente, novas

técnicas financeiras foram introduzidas no País, a fim de tornar factíveis novas estruturas de negócios.

Com efeito, o *project finance* despontou no País como a técnica de financiamento mais apropriada e utilizada para viabilização de grandes empreendimentos no setor de infraestrutura. Tanto que, na própria década de 90, o Banco Nacional de Desenvolvimento Social e Econômico (BNDES) e seu braço de investimentos e participações (BNDESPar), chamados a participar do processo de privatização, investiram e coordenaram as primeiras operações deste tipo no País, quais sejam: operação e manutenção da Rodovia Presidente Dutra, da Ponte Rio-Niterói e da Usina Hidroelétrica de Serra da Mesa (para maiores detalhes, ver Bonomi & Malvessi, 2008).

GARANTIAS EM OPERAÇÕES DE PROJECT FINANCE NOS SETORES DE INFRAESTRUTURA

Riscos do *Project Finance*

O *project finance* apresenta-se como um conjunto de técnicas de alocação de riscos de um empreendimento, levada a cabo por meio de uma rede de arranjos contratuais. Bonomi & Malvessi (2008) propõem que a estrutura do *project finance* é um exercício de engenharia financeira, o qual permite que as partes envolvidas possam realizá-lo assumindo diferentes responsabilidades ou diferentes combinações de risco e retorno, de acordo com suas respectivas preferências.

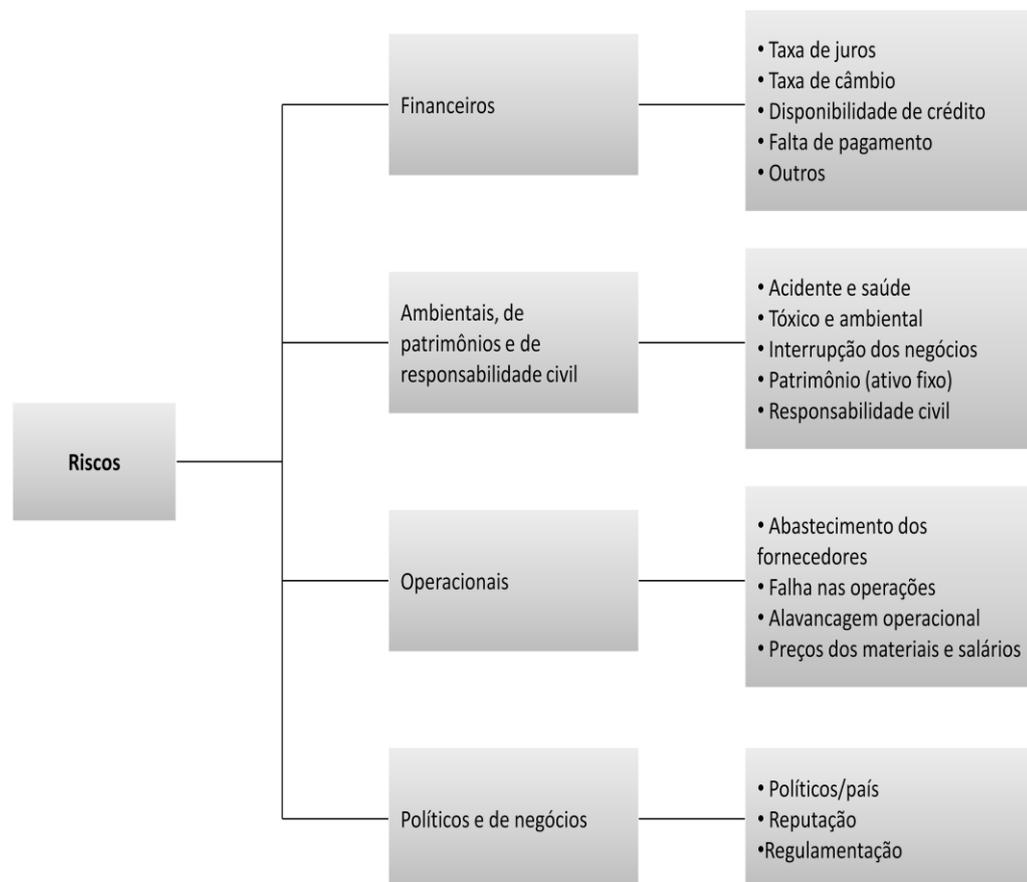
De fato, qualquer iniciativa empresarial requer planejamento e estudo de viabilidade, mas no caso do financiamento de projetos, essa análise é essencial, uma vez que os riscos e benefícios do empreendimento serão distribuídos diferentemente entre os diversos agentes envolvidos, além disso, permanecerão segregados e alocados na SPE. Identificar, delimitar e distribuir os diferentes riscos do projeto entre os seus diversos inte-

ressados não é uma tarefa simples. Nestas situações, alguns grupos de riscos não podem deixar de ser considerados.

Podemos, segundo Bonomi & Malvessi (2008), classificar os riscos quanto à capacidade de mitigá-los, sendo divididos em:

- **Riscos com coberturas contratuais:** são os riscos que podem ser amenizados por meio de contratos de garantia e *covenants*.
- **Riscos seguráveis:** podem ser mitigados por meio de apólices de seguro. Podem incluir seguros contra acidentes, *performance bonds*, *completion bonds*, seguros de lucros cessantes, etc.
- **Risco com cobertura por derivativos:** representam os riscos financeiros que podem ser controlados através de derivativos, tais como futuros, opções e swaps. Dentre eles, destaque-se o risco de descasamento cambial, ou seja, o risco em que, se a moeda nacional de desvalorizar em relação à estrangeira, o fluxo financeiro da operação não será suficiente para pagamento de principal e juros do empréstimo. Para tal hipótese, a contratação de um swap cambial pode ser vislumbrada como uma possível solução mitigadora de tal risco.

Bonomi & Malvessi (2008) ainda fornecem em sua obra um quadro elencando quais os principais riscos envolvidos numa operação de *project finance* que devem ser levados em conta quando de sua estruturação:



Introdução ao sistema de garantias

Os financiadores, usualmente, fornecem a maior parte do capital de um projeto, motivo pelo qual estão eles interessados necessariamente em receber um retorno sobre esse capital investido. Contudo, embora preparados para assumir certas posições de risco de crédito, a estruturação do negócio requer a elaboração de uma rede de arranjos de garantia para isolá-los, ou ao menos diminuir sua exposição a todos os riscos não creditícios associados ao projeto.

O termo “garantia” possui diversos significados no contexto de finanças corporativas, todavia aquele que nos interessa neste momento diz respeito à garantia no sentido de proteção ao crédito, conforme bem define Jairo Saddi, citado por Waisberg & Gornati (2012): “trata-se do ativo que existe e que é coloca-

do à disposição do credor – mesmo que este não o detenha -, que o possui para a satisfação do seu crédito”.

Ao constituir uma garantia, o devedor almeja mitigar o risco, suportado pelo credor, de não pagamento da dívida contraída. Ainda, um eventual processo de execução contra o devedor para reaver determinado crédito concedido é abreviado, graças à existência de um ativo segregado para este fim.

Entretanto, muito embora no *project finance* o serviço da dívida tenha de ser garantido pela rentabilidade do projeto em si, a prática tem demonstrado a necessidade de garantias paralelas, de natureza real, outorgada sobre um bem, ou de natureza pessoal, outorgada genericamente sobre um patrimônio, a fim de evitar possibilidades de ocorrência de default, forma pela qual se configuraria um *project finance* estruturado sob a forma *limited recourse*, conforme acima explicado.

As garantias reais mais utilizadas atualmente em financiamentos de projetos são:

- i. Penhor de ações da SPE;
- ii. Penhor/alienação fiduciária de ativos da SPE, tais como equipamentos;
- iii. Cessão fiduciária dos direitos creditórios gerados pelo empreendimento e que se encontram alocados na *collateral account* e nas *reserves accounts* que garantem o serviço da dívida;
- iv. Cessão fiduciária dos direitos decorrentes da Concessão, incluindo indenizações do poder concedente, do Contrato de EPC e do Contrato de O&M; e

- v. Hipoteca do imóvel onde se localiza o empreendimento (quando possível).
- vi. Já as garantias pessoais utilizadas nestes financiamentos são:
- vii. Fianças ou *comfort letters* prestadas pelos patrocinadores e/ou empresas que representam o risco do grupo societário financiado;
- viii. Fianças bancárias; e
- ix. Seguros, incluindo, dentre outros: (i) *performance bond* e (ii) *completion bond*.

Todavia, a eficácia do uso puro e simples das garantias reais e pessoais tradicionalmente usadas em operações financeiras no País está em cheque devido aos problemas processuais e legais que envolvem a sua execução, conforme será abaixo demonstrado.

O problema das garantias bancárias

Conforme afirma Borges (1999), as garantias reais e pessoais outorgadas aos financiadores mostram-se excelentes quando o projeto desenvolve-se de maneira satisfatória, entretanto, em caso de necessidade de execução, diversos problemas envolvendo a renegociação e recuperação do crédito depreciam enormemente o retorno dos encargos financeiros e, frequentemente, do principal emprestado. No caso de operações industriais de grande porte, a experiência demonstra que a recuperação através da execução judicial fica bem abaixo do valor pretendido quando do início do processo.

Outros problemas podem ser identificados na utilização exclusiva das garantias bancárias tradicionais, como (i) os limites apresentados pelas garantias reais para operar com entes pri-

vados em setores de infraestrutura e concessionários de serviços públicos, cujos ativos operacionais não podem ser objeto de execução por estarem vinculados ao serviço público, por força de lei; (ii) no caso de operações industriais, a vinculação total da receita como garantia tem se mostrado ineficiente, uma vez que prejudica as fontes de capital de giro da operação; e (iii) subordinação dos créditos decorrentes de penhor e hipoteca em eventual processo de falência da SPE, fato este que praticamente impossibilita sua recuperação.

Não obstante sejam necessárias para o sucesso de empreendimentos *project finance*, a utilização pura e simples das garantias tradicionais mostra-se de pouca valia para operações de grande porte, já que exigem, via de regra, a ocorrência de leilão judicial para a tentativa de recuperação do crédito. Isso também ocorre, em especial, no caso das operações de infraestrutura em que os bens não se prestam a hipoteca ou alienação fiduciária, conforme acima explanado. Deste modo, faz-se necessária para o sucesso destas operações, juntamente com a utilização das garantias retromencionadas, a inserção de *covenants* nos documentos contratuais, de forma a garantir aos bancos financiadores elevado grau de controle sobre o projeto, evitando mudanças abruptas no fluxo financeiro do empreendimento e fortalecendo de tal modo as demais garantias outorgadas pelos patrocinadores.

COVENANTS - OBRIGAÇÕES DE FAZER E NÃO FAZER

Definição e características dos *covenants*

De acordo com Finnerty (1998), num *project finance*, os credores exigem dos patrocinadores, ou outras partes com capacidade de crédito envolvidas com o projeto, o fornecimento de garantias (em sentido amplo), geralmente através de obriga-

ções contratuais, de que (a) o projeto será concluído independentemente de eventuais custos que excedam aqueles que foram projetados inicialmente; (b) o projeto, depois de concluído, irá gerar fluxo de caixa suficiente para satisfazer o financiamento; e (c) se por algum motivo, incluindo os de força maior, o projeto não puder continuar, ele continuará a pagar suas obrigações de serviço da dívida (e quitá-las integralmente dentro do prazo previsto).

Neste contexto, surge a noção de *covenant*. O *covenant* representa um compromisso ou promessa inserido em qualquer contrato formal de dívida ou de garantia, no âmbito de operações de finanças corporativas, cujo objetivo é proteger os interesses do credor, estabelecendo as técnicas para exercício de seu poder de controle e, conseqüentemente, auxiliando na redução das variações do fluxo de caixa do projeto.

Salomão Neto (2005) nos traz elucidativa lição acerca dos *covenants*:

“Tipicamente tais covenants específicos envolvem a proibição de mudança nos planos físicos do projeto ou nos contratos para sua construção e administração, bem como nos contratos voltados à venda de sua produção. Proíbe-se também mudança no cronograma de despesas de capital e a incorrência de novas dívidas com prioridade de pagamento igual ou superior às devidas aos bancos financiadores do projeto. Por meio de outro grupo de covenants, o financiado obriga-se a manter em bom estado as instalações e equipamentos necessários para o projeto, bem como a concessão ou outro ato administrativo necessário para a atividade. Destaque-se ainda o covenant, normalmente bastante pormenorizado, que obriga à manutenção de seguro sobre os ativos do projeto.”

Uma vez infringida uma obrigação de fazer ou não fazer, ao financiador assiste o direito, embora não a obrigação, de optar pelo vencimento antecipado da dívida, iniciando a execução das garantias e acionando determinados remédios contratuais. De acordo com Enei (2007), normalmente, a não ser em casos extremos, a opção pelo vencimento antecipado da dívida não interessa ao financiador, pois tal fato pode comprometer a continuidade do empreendimento e a geração de receitas, que, em última instância, asseguram o pagamento integral do financiamento. Por outro lado, a renúncia (*waiver*) ao direito de invocar o default e demais consequências dele decorrentes outorga ao financiador o direito de negociar contrapartidas, como a ampliação de sua ingerência sobre os negócios, substituição dos administradores, etc.

Constituem-se, portanto, um sistema de garantia indireta, típico de financiamentos estruturados, representado através de um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida (Borges, 1999).

Espécies de *covenants*

Os *covenants* podem se apresentar como obrigações de fazer (*positive covenants*) e obrigações de não fazer (*negative covenants*).

As obrigações positivas referem-se às exigências relativas à observância de determinadas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da sociedade. Já as obrigações negativas impõem limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não perpetrarem certos atos.

Salomão Neto (2005) cita, dentro desta classificação, os *restrictive covenants*, que proíbem a *project company*, sem consentimento prévio do financiador, de modificar os contratos de longo prazo por ela celebrados, de alterar o orçamento e plano de investimento previamente definidos para o empreendimento e de contrair novos endividamentos com igual ou maior prioridade do que o financiamento originalmente concedido pelo financiador externo. Cita ainda os *affirmative covenants*, que obrigam a sociedade do projeto a manter em bom estado e funcionamento os equipamentos que integram o empreendimento, a manter válido e vigente o contrato de concessão ou demais atos governamentais aplicáveis, a manter seguros que atendam exigências mínimas de cobertura e a manter um índice mínimo de cobertura da dívida (*coverage ratio*, vale dizer, quantas vezes a receita líquida da sociedade supera as prestações da dívida, em dado período de vigência do projeto).

Covenants usuais em *Project Finance*: Restrição à distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório

Este *covenant* refere-se à possibilidade de se condicionar distribuições de resultado (dividendos e juros sobre capital próprio) aos acionistas à obtenção de indicadores financeiros favoráveis no projeto e à geração de reservas para contingências suficientes; com isto reserva-se o caixa gerado pelo projeto para pré-pagamento dos financiamentos, ao invés de beneficiar os acionistas, sendo que esta segurança adicional implica redução nas taxas de juros cobradas.

Destaque-se que as companhias são obrigadas, por lei, a distribuir dividendos mínimos obrigatórios a cada exercício. De acordo com o artigo 202 da Lei 6.404/76 (Lei das S/As), que regula o tema, o estatuto social determinará a parcela dos lucros a ser classificada como dividendo obrigatório. Não há obrigatoriedade de fixá-lo em no mínimo 25% do lucro líquido

ajustado. No caso de omissão do estatuto, a empresa deverá pagar 50% do lucro líquido após a realização de alguns ajustes contábeis. O lucro líquido é ajustado pela constituição da reserva legal, pela parte destinada às reservas de contingências e pela contabilização dos lucros a realizar. Assim, verifica-se que o lucro líquido contábil é diferente do lucro líquido ajustado.

Desta forma, o *covenant* em referência não poderá suprir o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Todavia, tal como acima mencionado, são comuns as cláusulas em contratos de financiamento que vedam a distribuição de lucros pela SPE (*dividend stopper*), se esta não atender a uma série de requisitos, inclusive índices financeiros, como o de cobertura do serviço da dívida.

Note-se que a utilização deste instrumento gera implicações nas avaliações de valor dos projetos, conforme será demonstrado abaixo.

Compromisso de aporte de capital pelos acionistas

Outro *covenant* comumente presente em operações de financiamento de projetos é o compromisso de aporte de capital aceito pelo acionista patrocinador. Por meio desse compromisso, o acionista patrocinador compromete-se a subscrever e integralizar capital na SPE até certo montante garantido, em periodicidade que seja compatível com as necessidades do empreendimento. Embora o compromisso tenha como beneficiário direto a SPE, tal integralização beneficia indiretamente o financiador, na medida em que o aumento do capital da sociedade tende a melhorar sua saúde financeira e as perspectivas de sucesso no empreendimento (Enei, 2007). Além de um volume de capital previamente estipulado no início do desenvolvimento do projeto (normalmente um percentual do total estimado

de recursos necessários à execução do empreendimento), o patrocinador pode ainda comprometer-se a subscrever e integralizar volume adicional de capital, dentro de determinados limites, para fazer frente a determinadas contingências que venham a se materializar, como o estouro do orçamento, atrasos nas obras, custos correlatos e outros riscos que o financiador não aceite assumir sem o respaldo do acionista patrocinador.

Dependendo do porte, complexidade e risco do empreendimento, faz-se necessária a instrumentalização deste *covenant* em um contrato próprio, denominado “*Equity Support Agreement*”, a fim de definir com maior clareza os termos e condições para acionamento da estrutura de suporte e capital adicional por parte dos acionistas quando o volume de recursos se mostra insuficiente para conclusão do negócio.

Vedação à alteração de controle acionário

Deverá haver a prévia anuência dos financiadores para a realização de qualquer alteração de controle societário. Considera-se, para esses fins, que ocorrerá uma mudança de controle societário caso os sócios controladores da SPE deixem de (i) deter ou ser beneficiários, de forma direta ou indireta, da maioria das ações com direito a voto da SPE; ou (ii) ter o poder de direcionar ou causar o direcionamento, de forma direta ou indireta, da administração e políticas da SPE.

O racional deste *covenant* envolve também a realização de procedimentos de reestruturação societária da *project company*, sem o *waiver* dos financiadores, assim entendida qualquer operação de cisão, fusão, transformação, incorporação e incorporação de ações praticada pela SPE.

Vedação à constituição de garantias para terceiros (*Negative Pledge*)

Na cláusula de *negative pledge*, o devedor compromete-se a não constituir, no futuro, enquanto durar o contrato ou crédito dos credores, quaisquer preferências sobre seu patrimônio, salvo as exceções pré-estabelecidas, ou seja, por esta obrigação, o patrocinador não poderá outorgar, salvo autorização prévia e expressa do credor, os ativos e receitas da SPE em garantia junto a outros credores de longo prazo em outras operações financeiras.

Contudo, cabe salientar que é preciso observar certo equilíbrio no uso do *negative pledge*, pois, se sua inexistência pode dar margem ao devedor de frustrar a garantia patrimonial do credor, a mesma cláusula pode inviabilizar o desenvolvimento normal dos negócios do devedor, visto que impossibilita a contratação de novas dívidas, uma vez não haverá ativos e receitas disponíveis a serem dados em garantia em novas operações.

Manutenção de capital de giro mínimo

Borges (1999) preconiza que a exigência da manutenção de um nível mínimo determinado de capital de giro da SPE deve ser acompanhada de um índice de liquidez corrente, calculado a partir da razão entre os direitos de curto prazo (caixa, bancos, estoques, clientes), caracterizados no balanço patrimonial como o Ativo Circulante, e a as dívidas de curto prazo (empréstimos, financiamentos, impostos, fornecedores), caracterizadas no balanço patrimonial como o Passivo Circulante ($AC / PC = \text{Índice de Liquidez Corrente}$), que deve ser mantido para proteger o financiador contra significativa expansão de débitos e/ou responsabilidades de curto prazo ou contra possível diminuição do nível de atividade econômica da empresa. Com

tal afirmação, pode-se concluir que a liquidez corrente relaciona quanto a SPE tem disponível e quanto que ela pode converter em caixa para pagar suas dívidas a curto prazo.

Assim, o objetivo da gestão de capital de giro da SPE é administrar as contas circulantes, para que possa garantir um nível aceitável de capital circulante líquido, a fim de cobrir os passivos circulantes com alguma margem de segurança. Deve, desta forma, garantir a adequada consecução da política de estocagem, aquisição de materiais, produção, venda de produtos e mercadorias e prazos de recebimento.

Preservação do empreendimento, contratos e garantias

Enei (2007) descreve este *covenant* como a assunção do compromisso de execução de todas as obrigações contratuais da SPE perante suas respectivas contrapartes e de todas as obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas; a verificação de todas as leis e regulamentações, bem como a obtenção e renovação de todas as autorizações, permissões, licenças, registros e aprovações governamentais necessárias à execução do empreendimento; o atendimento a todas as exigências de cunho ambiental, bem como a adoção de padrões preconizados organizações internacionais, como o Banco Mundial e os Princípios do Equador do IFC; o registro de todas as garantias reais perante os cartórios pertinentes de forma a mantê-las válidas, exequíveis e sem concorrência de terceiros durante toda a vigência do financiamento; a contratação e manutenção de seguros que ofereçam ampla cobertura para todos os equipamentos e demais riscos seguráveis oferecidos no mercado securitário brasileiro ou no exterior; a instalação, operação e manutenção dos equipamentos integrantes do empreendimento segundo os padrões de excelência da indústria e normas técnicas aplicáveis, delegando tais atividades a empresas de reputação incontestável.

Índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD)

O Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) é calculado pela divisão do EBITDA ajustado e consolidado, representando a geração de caixa operacional pelo Serviço da Dívida, representada pela parcela de juros mais principal do período, com base em informações registradas nas demonstrações financeiras da SPE, em determinado período. Com o cálculo do índice de cobertura de caixa, pode-se avaliar a liquidez do empreendimento, obtendo-se o número de anos que seria necessário para saldar todo o capital de terceiros da empresa.

Os valores são obtidos na demonstração dos fluxos de caixa e no balanço patrimonial. Destaque-se que este índice deve ser usado quando o fluxo das operações for positivo. Em circunstâncias na qual a empresa não gera caixa com as atividades operacionais, não faz sentido calcular este índice.

Um exemplo de cálculo do ICSD pode ser o seguinte:

(A) Geração de Caixa
(+) EBITDA
(-) Imposto de Renda
(-) Contribuição Social
(+/-) Variação de Capital de Giro

(B) Serviço da Dívida
(+) Amortização de Principal
(+) Pagamento de Juros

Índice de Cobertura do Serviço da Dívida = (A) / (B)

Para projetos nos setores de infraestrutura que contam com a participação do BNDES, normalmente o banco exige um ICSD maior ou igual a 1,3 (ou 1,2 se a TIR, considerada como a taxa de retorno que faz com que o somatório do valor presente dos

fluxos de caixa de um investimento seja igual ao preço ou custo do investimento, for maior do que 8%)¹.

Verificação de outros Índices Financeiros

Para operações de *project finance*, além do ICSD, há uma série de índices financeiros a serem apurados pela SPE, com periodicidade mínima semestral, e verificados pelos financiadores após o recebimento das demonstrações financeiras consolidadas, como índice máximo de endividamento (total de dívidas com terceiros em relação ao total dos ativos, ou total de dívidas em relação ao patrimônio líquido); índice de resultado financeiro sobre margem EBITDA (resultado que decorre das aplicações de natureza financeira da empresa e dos seus custos de financiamento (*funding*) sobre a receita operacional líquida dividida pelo EBITDA); índice decorrente do quociente da divisão da dívida líquida pelo EBITDA; e índice decorrente do quociente da divisão do EBITDA pelo resultado financeiro, dentre outros.

O descumprimento de quaisquer desses índices impossibilita, nos termos contratuais, que a SPE distribua seu lucro líquido ajustado aos seus acionistas ou outros proventos equiparáveis (juros sobre capital próprio ou PMTs de dívida subordinada contraída perante o próprio acionista).

¹ Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/. Acesso em 02/08/2013.

AVALIAÇÃO DE PROJETOS - OS COVENANTS COMO ELEMENTO DE VALUATION

Os problemas encontrados na utilização exclusiva de garantias bancárias e pessoais em project finance podem ser mitigadas através da harmonização com covenants contratuais. O efeito é a geração de uma sinalização clara para o mercado de que o empreendimento é confiável. O efeito final é o aumento do valor do projeto e/ou a redução da taxa de retorno exigida, o que aumenta a probabilidade de sua aprovação e o volume de investimentos agregado.

Metodologias de Avaliação

A avaliação de ativos tem por escopo identificar, qualificar e mensurar as oportunidades de investimento em empresas e projetos. As avaliações (*valuation*) são comumente utilizadas em: transações de compra e venda de unidades de negócios; fusão, cisão e/ou incorporação de sociedades; dissolução e liquidação de empreendimentos; e *project finance*. Ademais, servem como base de avaliação da geração de riqueza para os acionistas.

A determinação do valor de um empreendimento está diretamente relacionada ao que se espera dele, ou seja, sua capacidade de geração de benefícios futuros. Martins (2001) expõe que existem duas formas principais para a avaliação de uma empresa, levando-se em conta cenários de condições normalizadas:

“Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, deduzidos os gastos para se efetuar a venda e o valor necessário para saldar seu passivo com terceiros; e pelo seu valor em funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.”

Já Damodaran (2010) preconiza que existem basicamente três abordagens para a avaliação de ativos:

- I. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado: relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de benefícios futuros esperados relativos àquele ativo;

- II. Avaliação Relativa: estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas; e
- III. Avaliação de direitos contingentes: utiliza modelos de precificação de opções para aferir o valor de ativos que possuam características de opções.

Para avaliar a viabilidade de projetos, por meio da estrutura de *project finance*, os financiadores precisam medir minimamente a robustez econômica de projeto, para identificar o nível do interesse/comprometimento de investidores e sua capacidade de alavancagem. Dessa forma, o empreendimento será avaliado através de um modelo econômico-financeiro, o qual busca projetar os fluxos de caixas do projeto no futuro, suas receitas e despesas e os fluxos de repagamento da dívida. Basicamente, a viabilidade do projeto é obtida quando se consegue demonstrar a capacidade de repagamento do principal da dívida e dos seus juros através das receitas futuras do projeto, respeitando o índice de cobertura do serviço da dívida.

Na avaliação de projetos, deve-se levar em consideração que o fluxo de caixa livre pode ser mensurado como sendo “livre” para o *Equity* (ou acionista) ou para a empresa (ou Firm). Cumpre esclarecer que para a presente análise, o fluxo de caixa livre representa o caixa que pode ser retirado do projeto e/ou da empresa sem afetar a capacidade de geração de caixa futura.

A análise de valor da SPE será feita através da estimativa do fluxo de caixa livre da empresa (*Firm Cash Flow*). Sob esta metodologia, os fluxos de caixa desalavancados do projeto (e que são equivalentes a uma avaliação *full equity*) remuneram os credores e os acionistas da empresa. Neste cenário, tais fluxos

de caixa serão descontados (ou terão sua TIR comparada) com uma taxa (o WACC ou custo médio ponderado de capital) correlacionada com a remuneração exigida por investidores para investir em ativos de risco similares.

Os fluxos de caixa livre desalavancados são iguais as (i) receitas operacionais líquidas mais (ii) receitas não operacionais menos (iii) despesas operacionais menos (iv) despesas não operacionais menos (v) impostos.

A outra análise corresponde ao cálculo do valor do projeto para o acionista. Este cálculo será realizado com a mesma metodologia acima, fluxo de caixa livre descontado, porém com as adaptações para refletir o ponto de vista do acionista (*Equity Cash Flow*).

Sob esta perspectiva, os fluxos de caixa alavancados do projeto remuneram os acionistas somente após remunerarem os credores do projeto. Os fluxos de caixa livres alavancados ou livres para os acionistas são trazidos a valor presente (ou terão sua TIR comparada) com uma taxa de desconto equivalente ao custo de capital próprio (ou “Custo do Equity”) requerido pelos investidores para investir em projetos desta natureza. Considere-se a TIR do acionista como a Taxa Interna de Retorno do fluxo de aportes, dividendos e demais sobras de caixa na SPE.

Os fluxos de caixa alavancados ou livres para os acionistas são iguais as (i) receitas operacionais líquidas mais (ii) receitas não operacionais menos (iii) despesas operacionais menos (iv) despesas não operacionais menos (v) serviço da dívida menos (vi) impostos.

O quadro abaixo resume as diferenças contábeis existentes no cálculo do *Firm Cash Flow* e o *Equity Cash Flow*²:

Receita Bruta		
(-) Impostos sobre Receita Bruta		
(-) Despesas Operacionais		
(-) Imposto de Renda / CSL	Equity Cash Flow: IR e CSL afetados pela despesa financeira	Firm Cash Flow: Impostos considerados via taxa de desconto
(+/-) Variação do Capital de Giro		
(+) Receita Financeira		
Fluxo de Caixa Operacional		
<i>Aporte de Capital Próprio</i>		
<i>Financiamento</i>	Equity Cash Flow: Inclui o fluxo das dívidas (entradas e saídas)	Firm Cash Flow: Endividamento considerado via taxa de desconto
<i>Pagamento de Juros & Principal</i>		
<i>Pagamento de JSCP / Dividendos</i>		
Fluxo de Caixa Financeiro		
Capex		
Reinvestimento		
Fluxo de Caixa dos Investimentos		

Impacto da estrutura de *covenants* em avaliações de *Project Finance*

Quando são feitas avaliações de um projeto, deve-se levar em consideração fatores relevantes para o sucesso do mesmo, dentre estes o custo total do projeto, que inclui custos diretos, como encargos relacionados a financiamentos (incluindo juros e comissões de compromisso) e o custo de garantias ou outros mecanismos de suporte de crédito, como também o contingente para custos excedentes, ou seja, o empréstimo para a construção deverá ter capacidade suficiente de prover recursos para contingências e flutuações nas taxas de juros.

A avaliação também busca responder se o projeto está em conformidade com os objetivos de rentabilidade econômica e ordená-los com a sua capacidade de contribuir para esses ob-

² Retirado do material da disciplina “Project Finance”, ministrada pelo Prof. Daniel Uzueli no curso de pós-graduação em Finanças Corporativas e Investment Banking da FIA - Fundação Instituto de Administração.

jetivos. O *business plan* do projeto também é útil para demonstrar a capacidade de cumprir as obrigações para os investidores de capital do projeto. Geralmente credores em potencial de um projeto, além dos investidores de capital, verificarão cuidadosamente essas projeções antes de comprometer quaisquer recursos.

As projeções de fluxo de caixa indicarão o quão lucrativo se espera que o projeto seja, ponderando o volume esperado do fluxo de caixa a ser gerado, e como aquele fluxo de caixa será alocado entre os vários provedores de capital. Essas projeções também podem ser utilizadas para prever como se espera que a condição financeira do projeto se modifique ao longo da sua vida.

Por conseguinte, a capitalização inicial pode ser utilizada em conjunto com as informações subjacentes às projeções de fluxos de caixa para elaborar um conjunto de demonstrativos financeiros projetados – demonstrativos de resultados, balanço anual e demonstrativo de fluxos de caixa – para cada ano de vida do projeto.

A avaliação da capacidade de endividamento de um projeto começa pela estipulação do montante de endividamento que pode ser suportado pelo projeto, dependendo exclusivamente do volume de fluxo de caixa disponível para a realização de pagamentos do serviço da dívida, da extensão de mecanismos complementares de suporte de crédito, e dos parâmetros do empréstimo – a taxa de juros, a data de resgate, carência, as exigências de amortização da dívida e das exigências de cobertura dos credores (Finnerty, 1998).

As informações relativas a fluxos de caixa podem ser utilizadas em conjunto com várias equações e com isto se determinar à capacidade de obter empréstimos do projeto. O que deve

ser levado em consideração é o fato de que a obtenção de crédito não exceda a margem confortável de endividamento inicial planejado para o projeto.

Seguindo este racional, em uma modelagem financeira elaborada para a análise do valor gerado pelo projeto, os *covenants* devem ser corretamente estruturados a fim de contribuir para o correto controle do fluxo de caixa e, conseqüentemente, da avaliação do projeto.

O acionista realiza o investimento na empresa através do aporte do capital de risco e recebe em troca os dividendos futuros que a empresa irá distribuir. Assim, a distribuição de dividendos deve respeitar a obrigação de manter durante o período de repagamento da dívida um ICSD em níveis apropriados, bem como a constituição de reservas legais, a fim de assegurar o pagamento da dívida.

É aconselhável também que os dividendos obrigatórios sejam fixados em percentual bastante reduzido (1% ou 2%), para que a SPE tenha maior flexibilidade de reter lucros quando necessário a dar cumprimento aos compromissos assumidos perante os financiadores externos.

A estruturação de projetos de financiamento nestes moldes contribui para a geração de valor para a empresa/acionistas/financiadores. Com a elaboração de um *project finance*, já na etapa inicial de planejamento, é possível prever todo o cronograma de investimentos a serem efetuados, o custo de capital do projeto e o retorno que as partes envolvidas irão auferir. Para tanto, a utilização de mecanismos de controle externo, sobretudo por meio de obrigações de fazer e não fazer (*affirmative or restrictive covenants*) constantes dos contratos de financiamento pactuados permite um melhor comparti-

lhamento de risco, variável básica na geração de valor ao projeto.

Estrutura ideal de pacote de garantias para projetos nos setores de infraestrutura

Não é possível estabelecer uma estrutura única de garantias, aplicável a toda e qualquer operação de *project finance* em infraestrutura, tende em vista que cada caso deve ser considerado em sua individualidade, podendo exigir garantias específicas em função de determinadas peculiaridades. Não obstante, como forma de melhorar a eficiência e performance deste tipo de operação, resta claro que o pacote mais apropriado de garantias a ser constituídas pelos patrocinadores em favor dos financiadores envolve a utilização das garantias reais tradicionais (penhor e hipoteca), garantias reais fiduciárias (alienação fiduciária e cessão fiduciária), garantias pessoais (fianças e seguros), conjugadas com os demais instrumentos indiretos de garantia, assim entendidos os *covenants* positivos e negativos, financeiros ou não. Com um conjunto de garantias deste porte e qualidade: (i) a capacidade financeira/credibilidade do(s) patrocinador (es) do projeto melhora em relação aos financiadores e ao mercado; (ii) a robustez e consistência econômico-financeira do projeto gera retornos compatíveis com o risco; (iii) o projeto suporta maior alavancagem financeira, o que tende a gerar um aumento de suas receitas.

A combinação de garantias reais e covenants possibilita maior eficiência no monitoramento do fluxo de caixa do projeto, gerando uma boa administração do mesmo, fato este que, conseqüentemente, aumenta a credibilidade dos financiados perante os financiadores. Essa combinação também aumenta o valor dos projetos, uma vez que fornece maiores garantias de que parte das receitas da SPE serão utilizadas para o pré-pagamento da dívida ao invés de serem distribuídas como lucro para seus sócios/acionistas.

CONCLUSÕES

Foi apresentado no presente estudo a importância da correta estruturação do pacote de garantias para o sucesso de operações de *project finance* nos setores de infraestrutura, com destaque para o relevante papel desempenhado pelos covenants financeiros e não financeiros.

No mundo globalizado em que vivemos, o desenvolvimento econômico depende cada vez mais do domínio de novas técnicas empresariais e financeiras, como forma de atrair a iniciativa privada para a execução de projetos de interesse regional ou nacional.

Dentre estas técnicas, o controle externo que o financiamento de projetos normalmente outorga em favor do financiador em relação à sociedade encarregada de explorar o empreendimento, bem como os instrumentos pelos quais esse controle é exercido, como as cláusulas de obrigações de fazer e não fazer constantes dos contratos de financiamento mostrou-se de grande valia para o desenvolvimento destas operações financeiras, tendo em vista que a sistemática de garantias tradicionais nem sempre apresenta êxito em sua função de recuperação de crédito nas operações de colaboração financeira.

A correta utilização dos *covenants* auxilia no monitoramento do fluxo de caixa do projeto, aumentando a credibilidade do devedor perante o financiador e o mercado. Sua adoção também permite a estruturação de instrumentos de securitização da dívida do veículo de investimento, como por exemplo, debêntures e *project bonds*, capazes de gerar maior caixa ao projeto e facilitar o pagamento dos credores financeiros.

REFERÊNCIAS

- Bergamini Júnior, S. (1997). Classificação de risco: o modelo em uso no BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 71-100.
- Bonomi, C. A. & Malvessi, O. (2008). *Project Finance no Brasil: Fundamentos e Estudo de Caso*. (2. ed.). São Paulo: Editora Atlas.
- Borges, L. F. X. (1998). Project Finance e Infra-estrutura: descrição e críticas. *Revista do BNDES*, n.09, v.5, p. 105-122.
- _____. (1999). Covenants: instrumento de garantia em Project Finance. *Revista do BNDES*, n.11, v.6, p. 117-135.
- Borges, L. F. X. & Faria, V. C. de S. (2002). Project Finance: considerações sobre a aplicação em infra-estrutura. *Revista do BNDES*, n. 18, v.9, p. 241-280.
- Damodaran, A. (2010). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. (2. ed.). Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.
- Enei, J. V. L. (2007). *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva.
- Esty, B. C. (2003). *Modern Project Finance: A Casebook*. John Wiley & Sons, Inc.
- _____. (2003). *The Economic Motivations for Using Project Finance*. Harvard Business School.
- _____. (2004). *Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance*. *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 213-224.

Finnerty, J. D. (1998). *Project Finance: Engenharia Financeira Baseada em Ativos*, Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.

Fortuna, E. (2011). *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.

Freire, J.R.C. & Casella, P.B.(1994). *Contratos Financeiros Internacionais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

Gitman, L. J. (2001). *Princípios de Administração Financeira*. Porto Alegre: Bookman Editora.

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/. Acesso em 02/08/2013.

Kleimeier, S. & Meggionson W. L. (2001). *An Empirical Analysis of Limited Recourse Project Finance*. X International Tor Vergata Financial Conference and Journal Banking and Finance regarding.

Martins, E. (2001). *Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas.

Monteiro, D. C. F. & Castro, M. P. S. (2000). *Project Finance para a Indústria: estruturação de financiamento*. Revista do BNDES, n.14, v.7, p. 107-124.

Pratt, S. P. & Grabowski, R. J. (2008). *Cost of Capital – Applications and Examples*. (3.ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2002). *Administração Financeira*. (2.ed.). São Paulo: Atlas.

Salomão Neto, E. (2005). *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas.

- Seixas, R. (2007). Project finance em empreendimentos de pequeno e médio porte. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. n. 37, p. 30-47, jul.-/set., 2007.
- Stuber, W. D. (1996). *O Financiamento de Projetos no Brasil e a Lei de Concessões*. São Paulo: Max Limonad.
- Tinsley, R. (2000) *Advanced Project Financing – Structuring Risk*. (1.ed.). London: Euromoney Books.
- Waisberg, I. & Gornati, G. (2012). *Direito Bancário: Contratos e Operações Financeiras*. São Paulo: Quartier Latin.
- Wood, P.R. (1995). *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*. London: Sweet & Max-well.