



Project Finance e Infra-Estrutura: Descrição e Críticas

LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES*

RESUMO O objetivo deste trabalho é oferecer uma rápida visão sobre como o *project finance* vem sendo encarado nas análises dos projetos de infra-estrutura no Brasil e algumas de suas fragilidades como instrumento adaptado à nossa realidade e aos agentes financeiros públicos.

ABSTRACT *A Brazilian infrastructure overview concerning project finance analysis and its weak points on adapting to current work practices in a state owned financial agency environment.*

* Advogado do Departamento de Telecomunicações do BNDES.

1. Definição de *Project Finance*

Project finance é uma forma de engenharia/colaboração financeira sustentada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia à referida colaboração os ativos desse projeto a serem adquiridos e os valores recebíveis ao longo do projeto.

Os contratos de *project finance*, como veremos adiante, são baseados na análise e quantificação dos riscos envolvidos, cujo objetivo básico é o de prever qualquer variação no fluxo de caixa do projeto, minimizando os riscos através de obrigações contratuais. Trata-se de uma modalidade de apoio mais comum a projetos de grande porte, normalmente para o setor de infra-estrutura, tais como usinas, estradas, projetos de saneamento básico e outros.

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

2. Perspectiva Histórica

Ao se tratar de financiamentos de projetos de infra-estrutura, especialmente em países do Terceiro Mundo, podemos fazer algumas generalizações levando em consideração a atual década e as duas anteriores.

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

A década de 80, com o mundo em geral vivendo uma época de inflação baixa, com preços de energia em queda, foi controlada pela banca privada e por iniciativas do setor privado, com fundos providos por companhias seguradoras, fundos de pensão e investidores institucionais. No Brasil, ao contrário, vivenciamos a experiência da – assim chamada – “década perdida”, após a crise iniciada com a quebra financeira e operacional do setor público (quaisquer que sejam as razões apontadas como causadoras).

Já a atual década de 90 vem se caracterizando pela globalização, entendida como uma expansão internacional de atividades privadas, e pela redução do papel do Estado, através da privatização e da maior importância conferida à regulação sobre a propriedade. O setor de infra-estrutura também foi afetado por projetos que transcendem as fronteiras nacionais, não só pela área de influência, mas também pela existência de parceiros oriundos de diferentes países. Os fundos para esses projetos vêm sendo obtidos junto a agências de crédito à exportação, agentes multilaterais, bancos comerciais, seguradoras e mercados de capitais. Embora tal fato já fosse uma tendência mundial desde o início dos anos 90, o Brasil só foi atingido por essa nova forma de se entender a organização das atividades econômicas a partir do fim do ciclo de privatizações do setor industrial, em meados da década.

Até a recente crise asiática, grandes volumes de capitais privados se encontravam disponíveis internacionalmente para financiar projetos de infra-estrutura. Entretanto, a maioria era dirigida exclusivamente a empréstimos diretos às empresas donas dos projetos e, mesmo assim, estava concentrada em poucos países e preferencialmente em empresas estatais ou paraestatais. Nesse contexto, os patrocinadores de projetos que não têm suas demandas atendidas encontram no *project finance* uma opção de apoio, e mesmo as empresas beneficiárias daquele fluxo de capitais têm interesse no desenvolvimento desse tipo de projeto. Em função do volume de recursos envolvidos, elas ficam impossibilitadas de comprometer seus respectivos balanços pelo longo prazo de maturação de muitos desses projetos, procedimento que é tradicional e as torna "engessadas" por longo tempo, impedindo-as de se envolver em outros projetos até que liberem suas garantias comprometidas com os anteriores.

O consenso da comunidade financeira internacional parece ver no uso do *project finance* o novo instrumento que permitirá conseguir investimentos em infra-estrutura para países do Terceiro Mundo, onde não há oferta, ou otimizar esses recursos, onde ela existir. No Brasil, essa visão vem ganhando corpo entre os agentes financeiros e, somada aos volumes extraordinários exigidos pelo setor de infra-estrutura, torna imperiosa a discussão do que significa operar na modalidade *project finance*, quais as suas vantagens e limites.

Em decorrência desse novo entendimento, surgiu uma divisão importante sobre como se proceder a uma análise desse tipo de projeto: por um lado, há a análise tradicional, baseada na capacidade de um tomador de empréstimo em pagá-lo, em suas demonstrações financeiras e nas garantias (preferivelmente reais) oferecidas, que passam a fundamentar, no setor bancário, uma colaboração financeira *corporativa* (e garantias *corporativas*); e, por

outro, o *project finance*, ou a estruturação de um financiamento relacionado ao projeto, centra a análise no projeto em si, isolando seus ativos do risco do empreendedor.

Na realidade, o *project finance* é mais do que isso, pois se trata de uma engenharia de projeto estruturado para segregar o risco, preservar a capacidade de endividamento de seus empreendedores ou patrocinadores, dividir o risco entre vários interessados, economizar no pagamento de tributos, levar adiante um projeto grande demais para um só patrocinador ou evitar a necessidade de garantias reais, utilizando apenas a garantia de recebíveis do próprio projeto (fluxo de caixa autogerado).

3. Project Finance

Numa operação clássica de *project finance* (extremamente rara, mesmo em nível mundial), os participantes podem ser assim distribuídos: patrocinador, contratante, fornecedores de equipamentos, de serviços e de insumos, operador, comprador da produção, engenheiro independente, consultores de seguros e de *marketing*, conselheiros legal e financeiro, financiador, financiado e tomadores de risco primário e de risco residual. Essas mesmas personagens podem coexistir no todo ou em parte, mas a figura da *sociedade de propósito especial* – *special purpose company* (SPC) – costuma ser uma constante, que se explica pela própria necessidade de segregar o risco e pelo imperativo de uma personalidade jurídica distinta daquela dos sócios para o veículo dos investimentos. Também é importante destacar que o Estado pode ocupar uma ou várias dessas posições, ou simplesmente não estar presente.

Numa operação internacional, haverá os agentes financeiros principais – bancos comerciais internacionais, bancos especializados (especialmente norte-americanos e europeus) e investidores institucionais – e os seus agentes –, em geral bancos de investimento norte-americanos com atuação internacional.

Em termos gerais, as estruturas financeiras que servem de fontes ao projeto são o capital de risco (*equity*), os empréstimos (*debt*), os instrumentos híbridos (como debêntures conversíveis), o arrendamento (*leasing*), que, para prevenir problemas supervenientes, são garantidas através de obrigações contratuais (*covenants*) de *performance*, de compra, de fornecimento, de financiamento e de risco soberano, por exemplo.

Para a estruturação do pacote de financiamento é imprescindível uma completa e detalhada avaliação dos riscos envolvidos: otimizar o pacote de

obrigações entre os participantes; distribuir os riscos entre as partes envolvidas; e fazer a avaliação do fluxo de caixa para garantir a segurança dos interesses envolvidos (especialmente os dos financiadores).

As partes críticas de uma análise de *project finance* são as análises dos diferentes riscos do projeto, como, por exemplo: de *construção*, de *operação*, no *suprimento* ou na *matéria-prima*, da *produção* ou do *mercado*, *político* ou *regulador*, bem como os de *caso fortuito*, de *força maior* e de *atos de império*. Para cada um e para todos eles, uma sábia política de seguros (desde que disponível a preços competitivos no mercado) é fundamental.

Os riscos de *construção* poderiam ser assim resumidos: abandono ou não conclusão, atraso, custos superiores aos previstos e *performance* frustrada. As ações que os tornariam menos intensos seriam: a obtenção de garantias contratuais (por exemplo, pelos fornecedores de equipamentos), o comprometimento de capital próprio do patrocinador, a avaliação da credibilidade do contratante, a possibilidade de uso imediato das instalações ou a sua flexibilidade, a contratação pelo regime de empreitada com preço fixo (*turnkey*), a preferência por opções com tecnologia comprovada, a exigência de prazos definidos de construção, a garantia de *funding*, a revisão através de engenheiros independentes e o desenvolvimento de políticas de seguros.

Os riscos de *operação*, que são mais comuns, poderiam ser descritos da seguinte forma: redução da produção ou do nível operacional, revisão ou reajuste de preços (quer de tarifas, quer de insumos, por exemplo), aumento dos custos administrativos, *performance* frustrada ou gastos inesperados de capital. As providências que trariam mais tranquilidade ao investimento seriam: a construção e a operação bem definidas contratualmente, a escolha da tecnologia e aplicação comprovadas, a avaliação da experiência da operadora, o emprego de contratos de longo prazo para custos administrativos, a prestação de garantias de *performance*, a política de incentivos e penalidades contratualmente previstas, o exercício do controle de custos, a explicitação de direitos e obrigações assegurados contratualmente, a revisão através de engenheiros independentes e o desenvolvimento de políticas de seguros.

Os riscos de *suprimento* ou de *matéria-prima* previstos seriam: disponibilidade, custos, preço, qualidade, inflação e flutuação da moeda. As ações que os tornariam intensos podem ser assim resumidas: utilização de contratos de longo prazo, garantia de transporte, exigência de reservas, análise das condições de mercado, relação entre custos e receita, obtenção de garantia do fornecedor (*put and pay agreement*), emprego de testes de controle de

qualidade, exigência de provisão de risco cambial e constituição de *hedges* (compensação de riscos, por exemplo, obtendo créditos na mesma moeda em que serão feitos os pagamentos futuros, para cobrir o risco de uma desvalorização dos recebíveis).

Os riscos relativos à *produção* ou riscos de *mercado* podem ser identificados como aqueles relativos à flutuação da demanda, dos preços (incluindo inflação) e da moeda. Nesse caso, as ações que os atenuariam poderiam ser as seguintes: utilização de contratos de longo prazo (*offtake agreements*), exigência de estudos de mercado, análise da correlação entre receita e despesas, previsão de ajustes contratuais quanto à flutuação de moeda estrangeira e constituição de *hedges* financeiros.

Os riscos *políticos* mais comuns em caso de *atos de império* estão ligados ao arcabouço legislativo (em matérias como concessão e desapropriação), regulamentar (tais como controle de preços, custos e tarifas) e ambiental. As formas de reduzir esses impactos para o projeto seriam: a estabilidade das "regras do jogo" (por exemplo, através de agências reguladoras autônomas), o juízo arbitral, a exigência de garantias de risco soberano (o país assume os ônus de qualquer modificação política futura quanto, por exemplo, à conversibilidade e à transferibilidade), a prática de ter custos repassados aos consumidores, a possibilidade de exigir indenização do patrocinador ou contrapartida e a criação de contas de reservas (por exemplo, constituídas por parcelas de lucros, tendo como contrapartida aplicações em títulos de renda predefinidos). Existem entidades internacionais especializadas na venda de seguro para cobertura de riscos políticos.

É importante também lembrar que, do ponto de vista do Estado, há objetivos importantes a serem perseguidos, dentre os quais a fiscalização, a satisfação dos usuários e a preservação da continuidade dos serviços. Essa contradição entre os objetivos do Estado e dos concessionários (principalmente rentabilidade e cobertura de custos políticos supervenientes) é o ponto mais importante nas discussões atuais nos países onde já funciona um regime de concessões de serviços públicos como aquele preconizado para o Brasil.

No caso de riscos de *caso fortuito* (causados por agentes naturais) e de *força maior* (causados pela ação humana), as defesas seriam a prática dos seguros de propriedade e sinistro, de interrupção do negócio, de eficácia, de atraso de abertura e de estouro de orçamento. Como este é um item em que a definição de quem deve arcar com esses custos não é clara, temos aí uma das mais polêmicas definições contratuais a ser perseguida entre os interessados.

Um cronograma tentativo para uma análise nos moldes de um *project finance* incluiria, como itens principais, os seguintes:

- a) coleta de dados e definição inicial do projeto;
- b) caracterização de todos os participantes envolvidos;
- c) análise dos dados: avaliação do projeto, estudo de viabilidade e estrutura de financiamento;
- d) simulações, detalhamento, negociação, divisão de riscos e decisão;
- e) plano de implementação e sindicalização de fontes de recursos;
- f) implementação de operações;
- g) acompanhamento e correções; e
- h) desmontagem pós-conclusão.

O setor privado tem utilizado o *project finance* para contornar riscos de soberania (no caso de países com baixa credibilidade, isso costuma ser contornado pela criação de *SPC* em paraísos fiscais), vender equipamentos, atuar em projetos bissoberanos ou multissoberanos, criar infra-estrutura no Terceiro Mundo para projetos globais, garantir insumos ou mesmo atuar em projetos sociais e de redução de desigualdades sociais. Também tem sido utilizado como meio de contornar bloqueios econômicos com motivações políticas, militares ou étnicas, bem como de restrições religiosas, como no caso dos instrumentos jurídicos que prevêm juros proibidos nos países fundamentalistas islâmicos.

Os exemplos mais comuns de operações de *project finance* que vêm sendo executados no mundo estão na área de infra-estrutura, envolvendo *reservatórios de petróleo, refinarias, plataformas, campos petrolíferos, oleodutos convencionais, indústria petroquímica, hidrelétricas, termelétricas* (energia em geral), *transportes, sistemas de trânsito de massa, plantas de manufatura industrial, mineração, siderurgia e saneamento básico*.

Uma listagem das possíveis fontes de recursos utilizadas nos projetos em curso no mundo apontaria para bancos internacionais, agências de crédito de exportação, empréstimos internos, beneficiários do projeto, co-financiamento através de agências multilaterais (Bird, IFC, BID etc.), agências

especializadas (vários países europeus têm agências para financiar projetos em ex-colônias, por exemplo), ajuda de governo local ou estrangeiro e aporte de recursos próprios. Os coordenadores do projeto devem preocupar-se tanto com os agentes primários (*seniors* ou *A loans*) quanto com os secundários (*preferred* ou *B loans*), o que é fundamental para viabilizar a reciclagem dos recebíveis e a diluição do risco. Devemos ressaltar que esse *sistema de crédito A e B* não guarda qualquer semelhança com as operações de repasse conhecidas no sistema bancário brasileiro. Trata-se mais de compra de créditos por bancos que aceitam ter um crédito subsidiário (*preferred*) e acreditam na análise de risco do agente principal (*senior*), que assim reduz sua participação na operação como um todo. Essas compras de crédito podem levar a novos parceiros nas mesas de renegociação. Em relação a créditos do Bird (*A loan*), esses *B loans* são muitas vezes comprados por bancos de países do Terceiro Mundo que, geralmente, têm apenas um escritório em Nova York e, assim, podem atuar internacionalmente com custo e risco muito baixos.

É importante destacar que essas operações internacionais são normalmente feitas através de consórcios (sindicatos) de bancos, sendo que a discussão do papel de cada um toma uma parte importante da negociação do pacote de apoio financeiro. Esse é um ponto sensível para o caso brasileiro, uma vez que, por falta de tradição, as primeiras operações de *project finance* de um agente financeiro tendem a tomar até mais tempo que as operações tradicionais e a ter também um custo mais alto de montagem.

A análise do uso de *securitização* (materialização do crédito em títulos) e *reciclagem de créditos* (a venda desses títulos no mercado) é outro capítulo fundamental, que nos leva ao exame do custo/benefício do uso de mercados de capitais/bolsas de valores nacionais (quando existentes e viáveis) ou internacionais (quando disponíveis os instrumentos adequados). Também é bom lembrar que essas considerações nos levam à análise de risco (*rating*) através de agências especializadas. O Brasil é aceito internacionalmente como um dos raros países do Terceiro Mundo em que tais instrumentos têm um mercado local onde se pode desenvolver operações de mercado de valores.

Há uma grande sensibilidade quanto a projetos internacionais, nas agências multilaterais, indicando que não existe um percentual significativo de projetos de inteiro sucesso no Terceiro Mundo. A maioria tem problemas sérios para atingir o escopo inicial, pois houve uma clara identificação dos objetivos finais e uma pobre definição dos passos para atingi-los, o que implicou revisões, prazos prorrogados, aumento de custos, abandono de metas inatingíveis e um trabalho permanente de acompanhamento e renegociação.

Apesar disso, a avaliação é positiva, pois são projetos que não teriam sido viabilizados nos moldes tradicionais de colaboração financeira. Não há críticas às ferramentas, mas à gerência de projetos.

4. Experiência Brasileira

No Brasil, a discussão sobre o *project finance* surgiu juntamente com o esgotamento do modelo tradicional de apoio através de agências estatais nas últimas décadas. Mesmo agentes tradicionais do Estado nesse setor como o BNDES, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal vêm buscando meios de reduzir e otimizar seus percentuais de participação nos projetos.

Há, neste final da década de 90, uma explosão de empregos ligados ao *project finance* nos bancos, consultoras, operadoras, fabricantes de equipamentos, seguradoras, administradoras de fundos e agências reguladoras. Mesmo no setor público, onde novos empregos não vêm sendo gerados, há um redirecionamento de interesse para o que parece ser a solução “mágica” dos problemas de vendas, *funding*, conclusão de obras ou operação. Há um discurso de que essa tecnologia mais sofisticada gera riqueza e pleno emprego no setor. Fica, às vezes, a impressão de que na verdade há muito de modismo e pouco de atividade concreta em *project finance* no Brasil.

Na realidade, o setor privado tem participado em uma série de operações na América Latina em que, embora não se possa dizer que sejam *project finances* puros, o caráter internacional, o envolvimento das partes e o uso de *SPC* são percebidos como um avanço na direção dessa nova forma de se entender projetos. Entretanto, no caso brasileiro, os exemplos ainda são poucos para a expectativa gerada, embora a participação de agentes financeiros públicos venha sendo muito maior do que aquela que se esperava, repetindo o exemplo de outros países periféricos.

No caso específico do BNDES, a discussão sobre mudanças no esquema tradicional baseado em garantias reais vem tomando forma desde meados dos anos 80. Nesse aspecto a BNDESPAR, subsidiária integral do BNDES, teve que inovar muito mais rapidamente em função da natureza de seus investimentos. A utilização cada vez maior, em suas operações, de debêntures e garantias flutuantes (que atingem todo o patrimônio do devedor), bem como *covenants* (obrigações especiais que condicionam o investimento), foi, entretanto, recebida com frieza no caso de financiamentos de longo prazo, por encontrar resistência na cultura dessa instituição financeira estatal.

Em 1995, como a crise (necessidade de investimentos *versus* insuficiência de garantias reais ou comprometimento dos sócios) não desse sinais de reversão, um trabalho jurídico de fôlego do próprio BNDES trouxe novas recomendações e sugestões de outras modalidades operacionais, sem entretanto se afastar demais das políticas do Banco. Todavia, nas áreas social e de infra-estrutura, onde o problema se tornara mais crítico, as soluções internacionais de garantias através de recebíveis começaram a encontrar boa aceitação e a disputar a atenção para sua aplicabilidade. Assim, pode-se dizer que a impossibilidade de garantia hipotecária e as restrições de crédito para o setor público foram as primeiras ansiedades que levaram ao estudo do *project finance* no BNDES.

Na prática do BNDES, a maioria das operações que vêm utilizando a garantia de recebíveis são realizadas com concessionárias de energia, transportes ou telecomunicações, com a criação de *SPC* ou contas especiais de garantia (*scroll account*) em um banco depositário (*trustee*) onde as tarifas são depositadas em montante suficiente para cobrir um certo número de prestações.

Hoje no BNDES são comuns as discussões em que se comparam os dois paradigmas (*development finance* e *project finance*) da seguinte forma: o financiamento tradicional tem o foco no crédito, e suas garantias devem proteger o crédito, centrando-se a análise nos instrumentos de crédito; o *project finance*, por sua vez, está centrado no risco, e suas garantias devem minimizar os riscos envolvidos, devendo para isso ser feita análise não só dos instrumentos de crédito, mas também do desenvolvimento de todos os passos da operação.

5. Comentários Jurídicos

No *project finance*, os aspectos jurídicos são um dos componentes mais importantes, pela complexidade das obrigações previstas, ganhando importância fundamental a análise de cada um dos contratos e das providências legais para sua eficácia. Entretanto, neste trabalho faz-se apenas uma análise superficial comparativa do *project finance* em seu ambiente internacional e sua adaptação e aplicabilidade ao Brasil.

No sistema jurídico brasileiro é a lei que define, em caso de execução ou falência, a prioridade quanto ao recebimento dos créditos concedidos por diversas fontes, e não a relação contratual específica, como ocorre normalmente nos Estados Unidos ou na Grã-Bretanha. Para operações regidas pela lei brasileira, esse é um aspecto importante a se considerar na repartição de riscos e garantias.

Uma leitura jurídica da concepção do *project finance* pode ser feita através do direito consuetudinário anglo-saxão. Os contratos são bastante complexos e buscam ter sempre uma base na experiência anterior, devendo ser auto-explicáveis sem remissões a códigos ou outros diplomas legais. As relações jurídicas são exclusivamente de Direito Privado, e as obrigações pressupõem a total igualdade entre as partes. A inclusão de conceitos de Direito Público (prevalência do Estado, tão cara a agentes públicos como o BNDES), aos quais estamos tão acostumados nos países latinos, é vista como risco e significará algum tipo de encarecimento para a operação.

Operações de *project finance* estão mais de acordo com um ambiente que permita livremente o uso da *arbitragem* (decisões extrajudiciais), instrumento ainda incipiente entre nós, devido à falta de costume em utilizá-lo e à introdução ainda muito recente de nova legislação a respeito. É aconselhável, portanto, um bom estudo prévio dos contratos básicos, pois seu aditamento posterior poderá pôr em xeque um intrincado sistema de compensações entre os participantes, encarecer e até inviabilizar o projeto. Embora flexibilidade seja a palavra-chave para permitir as inevitáveis adaptações do projeto à realidade, ela significa a assunção de riscos calculados e um alto grau de credibilidade entre os participantes. Nesses casos, uma legislação que dê um grande poder conciliatório aos juízes e um judiciário ágil e que entenda o contexto de operações internacionais estão subentendidos na própria montagem das operações. A experiência parece indicar a necessidade de cautela ao se utilizar esse contexto jurídico-econômico em operações de *project finance* no Brasil.

6. Infra-Estrutura

No caso da infra-estrutura, enquanto o *corporate finance* tem a empresa como foco, com riscos concentrados, financiador único e baixa (ou nenhuma) reciclagem, o *project finance* tem seu foco no projeto e na concessão, com riscos diluídos e qualificados, montagem complexa e demorada, combinando um conjunto de investidores e a possibilidade de reciclagem do crédito.

Um novo modelo de análise utilizando técnicas de *project finance* deveria ter três capítulos especiais: a) *funding* (composição das fontes), onde estariam apontadas as formas de atrair outros investidores, a formação de sindicatos de agentes financeiros e a reciclagem dos recursos aportados (securitização, repasses, mercado de capitais etc.); b) *risco*, onde haveria uma análise de tratamento diferenciado de acordo com a sua natureza diversa, ou seja, nas fases de implantação, de operação inicial e de operação

em curso normal; e c) *garantias*, onde se buscaria não o foco na concessionária, mas sim no projeto e na concessão.

No caso de um projeto tomando-se por base a análise de riscos, torna-se fundamental a identificação da fase em que ele se encontra. Por exemplo, se a fase for de implantação, deve-se ter um cuidado especial no tratamento dos riscos de construção. Para um projeto novo (*greenfield*) ou uma expansão, é fundamental ter garantias também quanto à *performance* do construtor, assim como dos fabricantes de equipamentos. Aliás, nessa fase o usual é que os vendedores de equipamentos assumam algum tipo de risco na operação e cuidem de disponibilizar as fontes de financiamento ou até mesmo ofereçam alguma garantia corporativa (fiança, por exemplo) a agentes como o BNDES.

Somente a partir da fase de operação é que se pode pensar em termos de garantias de recebíveis, e as preocupações deslocam-se para aspectos gerenciais e de pendências que afetem a permanência do concessionário.

Os riscos devem ser identificados durante a análise, e a sua prevenção deve ser alocada entre os participantes da operação ou seus interessados. Por exemplo, o construtor deve assumir obrigações que previnam a ocorrência de problemas quanto à conclusão do projeto, o operador quanto aos riscos de operação, os investidores ou financiadores (se for o caso de vendedores de equipamentos) quanto aos riscos de mercado e de tecnologia (e quanto ao *funding*), os operadores ou patrocinadores quanto ao risco ambiental e as seguradoras ou agências multilaterais quanto ao risco político (risco país).

As propostas de atenuação de riscos devem contar com sugestões, como a criação de *SPC*, seguros-garantia, diversificação dos sócios (especialmente os que tenham experiência em projetos similares), contas especiais em banco ou contábeis, que sirvam para reter o serviço da dívida (ou reservas de contingência), e modelos de projeções das receitas nas fases subseqüentes para fins de acompanhamento.

7. O Papel do Sistema BNDES

O papel do Sistema BNDES (e de outros bancos públicos) nas operações de *project finance* vem se delineando em projetos como o da Via Dutra, onde foi fundamental a participação intensa de troca de experiências com o grupo do Banco Mundial e com o BID.

O papel mais óbvio é o de agência de financiamento, em seu viés de banco federal, promotor do desenvolvimento nacional. Nesse papel ele agirá

também como representante do Estado, quer para viabilizar políticas públicas, quer para assumir obrigações a ele relacionadas. Parceiros internacionais públicos ou privados muitas vezes só se sentem à vontade para participar de projetos dessa natureza quando há esse tipo de envolvimento por parte de um interlocutor estatal em quem possam confiar.

O BNDES, como articulador de *funding* das operações, poderia utilizar a experiência acumulada pela BNDESPAR, pela Área Financeira e Internacional e por suas operações de privatização. É importante ter em mente que a atuação como articulador não significa necessariamente a liderança de consórcios de agentes financeiros, papel que pode ser ocupado, se for o caso, por uma instituição financeira privada nacional ou estrangeira. Esse tipo de atuação exige flexibilidade e mudança de mentalidade e métodos de trabalho.

Na qualidade de simples agente financeiro, o BNDES também pode ter oportunidade de participar de operações rentáveis e interessantes para o país, o que pode ocorrer tanto na ponta dos investimentos, sua principal característica hoje, como nas diversas modalidades de garantias que podem ser oferecidas para viabilizar operações de *project finance*. Nesse último aspecto, deve-se lembrar que o BNDES poderia permanecer no apoio ao projeto por um prazo mais longo, viabilizando a reciclagem de créditos de um credor privado que não esteja disposto a permanecer no projeto até o seu final.

As experiências do BNDES até agora parecem indicá-lo para exercer o papel de principal agente financeiro dos investimentos fixos, situação em que se sente mais confortável. O nível de participação pretendido pelo BNDES parece girar entre 30% e 40% do investimento total. Entretanto, a escassez de recursos internos e sua disponibilidade no mercado internacional sinalizam a necessidade de uma revisão dessa postura, aceitando um percentual menor de participação e uma busca de reciclagem mais rápida dos recursos.

Outro argumento que deve ser levado em consideração prende-se ao fato de que o *project finance* não se limita ao uso de garantias de recebíveis ou à utilização de *SPC*, ou ao uso de contas de caução em instituições financeiras depositárias de tarifas ou assemelhados. Haverá necessidade de um envolvimento mais estreito e de um acompanhamento diferente daquele que historicamente é realizado pelo BNDES, cujo provável papel futuro deverá ser o de âncora do investimento, dividindo riscos e retornos.

Outro ponto em que o BNDES vem utilizando a experiência internacional é a exigência de um nível mínimo de capital próprio a ser requerido sobre o

investimento total. Por exemplo, nos projetos de telecomunicações o pagamento das concessões não conta com apoio do Banco. Neste ponto surge outra questão: quais são os critérios para a definição do que é capital próprio, uma vez que agências multilaterais consideram como tal os recursos captados através de quaisquer outras fontes?

Os prazos praticados pelo BNDES parecem compatíveis com as necessidades da maioria dos projetos de infra-estrutura, porém o objetivo de reciclagem talvez imponha a adoção de taxas de remuneração mais compatíveis com o mercado, o que incluiria, por exemplo, um uso mais freqüente de taxas mais elevadas que as usualmente praticadas pelas instituições financeiras públicas.

Essas eventuais mudanças de política poderão significar uma capacidade de apoiar um número maior de projetos.

8. Garantias das Agências Multilaterais

Na perspectiva da banca privada, quer nacional, quer internacional, o uso de *project finance* tem evidentes vantagens quanto ao envolvimento das partes, utilização de garantias que podem fugir do risco de soberania e outras já apontadas. Entretanto, há dois pontos que tornam difícil a sua plena adoção no Brasil para projetos de infra-estrutura: devido ao longo prazo desses projetos, muitos bancos não se sentem à vontade quanto ao *cumprimento de obrigações ou políticas governamentais*, tendo em vista o histórico herdado dos anos 80; também os *longos prazos* necessários para a maturação desses investimentos em infra-estrutura não são muito compatíveis com aqueles que tais bancos tendem a aceitar. Esses dois pontos ainda são fatores restritivos à generalização do *project finance* no Brasil e ao apoio a projetos de infra-estrutura em geral.

As agências multilaterais mais ligadas ao apoio de projetos no Brasil, o Bird e o BID, têm departamentos que tratam especificamente de *project finance*. No caso do Bird, há o Project Finance and Guarantees, que funciona como um grupo de especialistas para operações dessa natureza, independentemente do país onde se encontra o projeto. No caso do BID, o departamento que lida com empresas privadas também tem bastante experiência e bom retorno com *project finance*. Entretanto, essas agências de crédito ainda não conseguiram desenvolver plenamente seu trabalho nesse segmento no Brasil, principalmente devido aos dois fatores que foram mencionados.

Tanto o grupo do Bird como o BID estão trabalhando com novas garantias direcionadas para apoiar as operações de *project finance*: *garantia de risco*

parcial e garantia de crédito parcial, as quais (como descrevemos adiante) são usualmente citadas pelos interessados e pelas agências multilaterais como produtos que viabilizariam investimentos privados em infra-estrutura em países como o Brasil. Essa afirmação deve ser entendida com cautela, pois mesmo entre os técnicos do Bird e do BID não ligados às operações de *project finance* essas garantias não são bem conhecidas. Até o momento, nas agências multilaterais o *project finance* é a exceção e não a regra.

A *garantia de risco parcial* pode ser empregada para cobrir inadimplementos que resultem de descumprimento de obrigações governamentais, as quais devem estar definidas em contratos negociados entre o governo ou as entidades estatais e a empresa privada responsável pela implementação do projeto. As obrigações descumpridas pelos contratantes privados não são cobertas pela garantia de risco parcial.

A *garantia de crédito parcial* pode ser empregada tanto pelo setor público como pelo setor privado, quando for preciso estender os prazos de um empréstimo, mas não necessariamente cobrir obrigações contratuais de risco político, podendo ser muito útil quando os financiadores são instituições locais que aceitam o risco político, mas não a extensão dos prazos de modo a atender às necessidades do projeto. Esse tipo de garantia poderia dar-lhes suficiente tranquilidade para aceitar essa dilatação de prazos.

Uma vez que ambas as garantias ainda não foram testadas no Brasil, é cedo demais para qualquer avaliação mais profunda de sua aplicabilidade.

Entretanto, a crítica mais séria é a de que, no caso do Bird, continua a se exigir, em última análise, contragarantia do governo brasileiro para essas garantias, o que torna inviável o seu uso. Já no caso do BID e da Multilateral Investment Guarantee Agency (Miga), pertencente ao grupo do Bird, os limites são muito acanhados para as necessidades brasileiras. Já os seguros da Overseas Private Investment Corporation (Opic) e do Export-Import Bank of the United States encarecem a operação sem oferecer uma segurança definitiva.

Em seminário realizado no BNDES, em março de 1998, o diretor do Bird Gobin T. Nankani informou que esses produtos estão sendo reformulados, diante da escassa aceitação que vêm tendo entre nós.

Uma parceria dessas agências com o BNDES, como já vem ocorrendo mesmo de modo incipiente, parece ter sido a forma encontrada para satisfazer os interesses das partes e permitir a difusão das operações de *project*

finance em nosso país. Uma análise dessa atuação, entretanto, foge ao escopo deste trabalho.

9. Conclusão

Este trabalho teve dois objetivos básicos: contribuir para um conhecimento maior dos instrumentos (e do vocabulário) utilizados no *project finance* e fazer alguns comentários críticos sobre sua aplicação no Brasil.

Quanto ao primeiro objetivo, foi feita uma descrição tão detalhada quanto possível dessa técnica, tendo em vista os limites deste trabalho. É importante frisar que não existe “receita de bolo” nesse matéria. Cada experiência terá que ser gerida para cada caso específico, e o acúmulo ou estudo de experiências concretas é o melhor meio de se aprender *project finance*.

Quanto ao segundo objetivo, os comentários pertinentes foram feitos à medida que se desenvolvia a apresentação da técnica, embora alguns pontos mereçam destaque.

As conclusões deste trabalho apontam para o seguinte:

- a) o *project finance* é um instrumento que, por sua estrutura contratual tipicamente anglo-saxã, ainda carece de alguma adaptação à nossa estrutura legal;
- b) as suas análises são, neste momento, mais demoradas e mais caras que as tradicionais;
- c) a estrutura de garantia baseada exclusivamente nos recebíveis do projeto e o limite de responsabilidade dos investidores ao montante do capital aportado na SPC são os pontos que vêm despertando maior interesse nos empresários nacionais, que relutam em assumir o envolvimento mais amplo exigido pelo *project finance*;
- d) a análise de projetos de infra-estrutura utilizando técnicas de *project finance* tem obtido sucesso internacional para garantir a implementação de investimentos necessários ao país e, também, é uma saída para o “engargalamento” em que vivem as instituições financeiras públicas;
- e) esse trabalho exige uma total mudança de postura dos técnicos e executivos que trabalham com projetos, tanto no setor público como no setor privado; e

f) as garantias existentes no mercado internacional ainda não satisfazem completamente as necessidades brasileiras.

Referências Bibliográficas

- CAVALCANTI, José Roberto. *Project finance – questões chaves*. Publicação do Escritório Villemor Amaral Advogados. Rio de Janeiro, s/data.
- MILBANK, TWEED, HADLEY & McCLOY. *Seminar on international capital markets and project finance issues*. Rio de Janeiro, 9-10 de outubro de 1997.
- MOREIRA, T., CARNEIRO, M. C. F. A parceria público-privada na infra-estrutura econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 27-46, dez. 1994.
- RELATÓRIO do Grupo de Trabalho constituído pela Instrução de Serviço BNDES Conjunta DIR/AO1/AO2/AA/AC/AI/AJ nº 01/95 e DIR/SUP BNDESPAR nº 01/95. Rio de Janeiro, 27 de abril de 1995.
- RODRIGUES JUNIOR, Waldery. *Participação privada no investimento em infra-estrutura e o papel do project finance*. Brasília: Ipea, 1997.
- WORLD BANK. *Seminar on project finance*. Washington, D.C., 29-30 de abril e 1º de maio de 1997.
- _____. *Seminar on project finance in Brazil*. Rio de Janeiro, 20-21 de outubro de 1997.