

Project Finance

Andréa Araujo Alves de Souza

Antônio Henrique C. Machado

Silvana Gomes

Sílvia Zagury de Arruda Falcão

Origem do Project Finance

- *Grande necessidade de Investimentos, principalmente nos setores de infra-estrutura .*
- *Escassez de recursos Estatais , transferindo parte desta responsabilidade para o setor Privado.*
- *Responsabilidade Fiscal.*
- *Capital cada vez mais crítico.*
- *Fraca capacidade de obtenção de crédito.*

Definição de Project Finance

- *Técnica de financiamento sustentado na capacidade de geração de caixa do próprio projeto, tendo como garantia seus ativos e seu fluxo de caixa operacional.*
- *Entidade Jurídica distinta; os ativos , contratos e o fluxo de caixa são rigorosamente isolados do grupo econômico patrocinador.*
- *Alocação dos riscos entre os agentes envolvidos, como forma de alcançar um negócio aceitável tanto para os credores quanto para os devedores.*
- *Duas Formas de financiamento :*
 - *Non recourse*
 - *Limited recourse*

Características de Project Finance

- *A obtenção de recursos depende da capacidade de demonstrar aos credores a viabilidade técnica e econômica do empreendimento.*
- *No Project Finance, os aspectos jurídicos possuem grande importância, especialmente na análise dos contratos e dos procedimentos para sua eficácia.*
- *Acrescenta-se a necessidade de minimizar os conflitos de interesses entre as partes. Portanto, a análise, a alocação e o gerenciamento dos riscos do projeto são a essência do Project Finance.*

Objetivos do Project Finance

- *Preservar a capacidade de endividamento*

Segregar ativos do risco – SPE

- *Levar adiante um projeto grande demais para apenas um patrocinador*
- *Dividir e minimizar o risco.*

Importante

**Project Finance NÃO é simplesmente
um financiamento a projeto !**

O porquê de uma SPE?

- *Desvincular o projeto do grupo ou sociedade originadora*
- *Afastar créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais)*
- *Compor uma parceria (consórcio)*
- *Melhorar demonstrações financeiras do grupo ou sociedade originadora*
- *Evitar oferecer garantias reais ou pessoais*
- *Obter uma classificação de risco melhor*
- *Evitar o pari-passu (garantias iguais)*

Project Finance x Corporate Finance

Project Finance

Corporate Finance

Garantias :

*Fluxo de Caixa
do próprio projeto*

*Do acionista do
projeto*

Contabilidade :

*Fora do Balanço
do patrocinador
Criação de Entidade
Econômica Isolada
SPE*

*Dentro do Balanço
do patrocinador*

Fluxo de Caixa :

*Credores determinam
aplicação do caixa*

*Acionista determina
a aplicação do caixa*

Análise de um Project Finance

- *Coleta de dados e definição do projeto,*
- *Análise de viabilidade técnica e econômico-financeira,*
- *Caracterização dos participantes envolvidos,*
- *Estruturação do financiamento,*
- *Simulações, detalhamento, planejamento, negociações, sindicalização de recursos e decisões,*
- *Implantação do projeto e testes de performance, e*
- *Início das operações, acompanhamento e correções.*

Os Agentes do Project Finance

- *Patrocinadores: são os estruturadores do projeto*
- *Construtores: são os operadores do projeto*
- *Emprestadores: são os resp. pelo aporte financeiro*
- *Compradores: o produto final é vendido sob contrato*
- *Fornecedores: o produto é fornecido sob contrato*
- *Advogados, Consultores, Agências classificadoras de risco, Seguradoras*

Estrutura de um Project Finance



Possíveis fontes de recursos

- *Agências Multilaterais (BID, IFC, CAF etc.)*
- *Agências de crédito à exportação (SBCE, Exim, SACE etc.)*
- *Bancos comerciais*
- *BNDES (no caso brasileiro)*
- *Beneficiários do projeto*
- *Recursos próprios*

Principais Riscos Relacionados

- *Riscos de implantação e performance*
- *Riscos de operação e tecnológicos*
- *Riscos de mercado*
- *Riscos de suprimento*
- *Riscos financeiros*
- *Riscos corporativos*
- *Riscos ambientais*
- *Riscos legais e regulatórios*
- *Riscos políticos e extraordinários*

Riscos de implantação e performance

- ***Exemplos***

- *abandono ou atraso da implantação do projeto*
- *frustração de performance*
- *custos superiores aos previstos*

- ***Mitigadores***

- *“completion/performance bond” e outras garantias dadas pelo “EPC contratador”*
- *contrato em regime empreitada, chave-na-mão, contrato com preço fixado*
- *retenção de parte do pagto. até a aceitação técnica*
- *fornecedores com credibilidade e capacidade técnica*
- *garantias dos acionistas durante implantação*

Riscos operacionais e tecnológico

- **Exemplos**

- *Redução da produção e da produtividade*
- *Aumento de custos e despesas*
- *Frustração de performance e gastos inesperados*
- *Obsolescência*

- **Mitigadores**

- *Operadores/acionistas c/ experiência reconhecida*
- *Tecnologia e aplicação comprovadas*
- *Contratos de operação e gerência de longo prazos*
- *Equipe c/ larga experiência (mitigar mais fraco)*
- *Opinião de consultores técnicos independentes*
- *Assistência técnica operacional e de manutenção*
- *Políticas de incentivos e penalidades previstas contratualmente.*

Riscos de mercado

- ***Exemplos***

- *Alterações no nível de demanda*
- *Volatilidade nos preços dos produtos (inclusive devido à inflação e a variação cambial)*

- ***Mitigadores***

- *Estudo de mercado*
- *Contrato de venda de longo prazo (off-take)*
- *Estratégia de marketing adequada*
- *Hedges financeiros*

Riscos de suprimento

- ***Exemplos***

- *Disponibilidade de matéria-prima e insumo;*
- *Qualidade de matéria-prima e insumo*
- *Problemas com transporte*
- *Volatilidade de preços*

- ***Mitigação***

- *Contrato de fornecimento de longo prazo*
- *Confiabilidade na logística adotada*
- *Política de suprimentos adequada*
- *Hedges financeiros*

Riscos financeiros

- **Exemplos**

- *Diminuição de capacidade de pagamento da dívida devido às variações de preços, câmbio e juros*
- *Insolvência e perda de liquidez do projeto*
- *Riscos de “default” seletivo*
- *Riscos de negociação forçada da dívida*

- **Mitigadores**

- *Hedging e derivativos*
- *Securitização de recebíveis*
- *Covenants financeiros*
- *Escrow-account com agente fiduciário*
- *Cross-default e pari-passu*

Riscos corporativos

- ***Exemplos***
 - *Conflitos de interesse entre os acionistas e entre acionistas e credores*
 - *Outros problemas societários*
- ***Mitigadores***
 - *Diminuição de conflito de interesses entre todos acionistas e entre acionistas e credores através de acordo de acionistas e do contrato de financiamento*
 - *Aportes de capital direcionado*
 - *Instrumentos de governança corporativa*
 - *Covenants não-financeiros*

Riscos ambientais

- **Exemplos**

- *Embargo às obras ou proibição à continuação das operações*
- *Multas excessivamente pesadas*
- *Externalidades negativas*

- **Mitigadores**

- *Parecer de especialistas em gestão ambiental, utilizando padrões internacionais*
- *Apresentação de licenças ambientais e certificação de instituições internacionais*

Riscos legais e regulatórios

- ***Exemplos***

- *Dificuldades quanto a procedimentos legais*
- *Mudanças inesperadas de regulamentação (“quebra de contrato”)*
- *Questões de livre concorrência*

- ***Mitigadores***

- *Pareceres jurídicos, com análise de todas as implicações possíveis ao projeto*
- *Regulamentação bem-definida e estável*
- *Participação do governo local no projeto*

Riscos políticos e extraordinários

- **Exemplos**

- *Moratória, centralização de câmbio, intervenção, desapropriação*
- *Fenômenos da natureza*

- **Mitigadores**

- *Seguro de Crédito à Exportação*
- *Securitização de recebíveis externos*
- *Participação do governo local no projeto;*
- *Participação de outras instituições, tais como: CAF, CABEI e BID*
- *Utilização de seguros de propriedade*

Considerações

- *Os participantes de um Project Finance devem ter capacidade técnica, capacidade de crédito e credibilidade suficiente para que os mitigadores sejam aceitáveis;*
- *Participantes: acionistas , operadores, off-takers, EPC contractors, fornecedores, seguradoras, governo local etc;*
- *Direitos originados nos contratos de mitigação de riscos devem ser transferidos aos financiadores ou a agentes fiduciários.*

Covenants

- *Obrigações contratuais de performance*
- *Sistema de garantia indireta*
- *Foco na boa administração e na integridade do patrimônio do devedor*
- *Origem no direito anglo-saxão e necessita de alguma adaptação ao direito brasileiro*

Covenants

- **Covenants Positivos**

- *Exigências relativas à observância de certas práticas de gestão consideradas indispensáveis à eficiente gestão da empresa e à sua gestão de risco.*

Limitação do grau de endividamento da empresa

Manutenção de um capital de giro mínimo

Covenants

- **Covenants Negativos**

- *Limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a absterem-se da prática de certos atos, ligados à gestão de risco*

Limitações ou empedimentos de contrair novas obrigações

Covenants

- *Independem de expressa autorização legal*
- *Cumulatividade com garantias*

Reais

Hipoteca, penhor e alienação fiduciária

Caução das ações ou quotas da SPC

Outras

Retenção/reserva de meios de pagamento

Garantia de recebíveis

Aportes de capital direcionados

Restrições à distribuição de dividendos

Seguros

Covenants

Alguns Índices mais Utilizados

- *Índice de capitalização (PL/AT) \circ XX*
- *Índice de liquidez corrente (AC/PC) \circ XX*
- *Índice de resultado financeiro sobre margem EBITDA (EBITDA/ROL) \circ XX*
- *Índice de cobertura da dívida (EBITDA/PC) \circ XX*
- *Serviço da dívida sobre EBITDA (P+J / EBITDA) \circ XX*

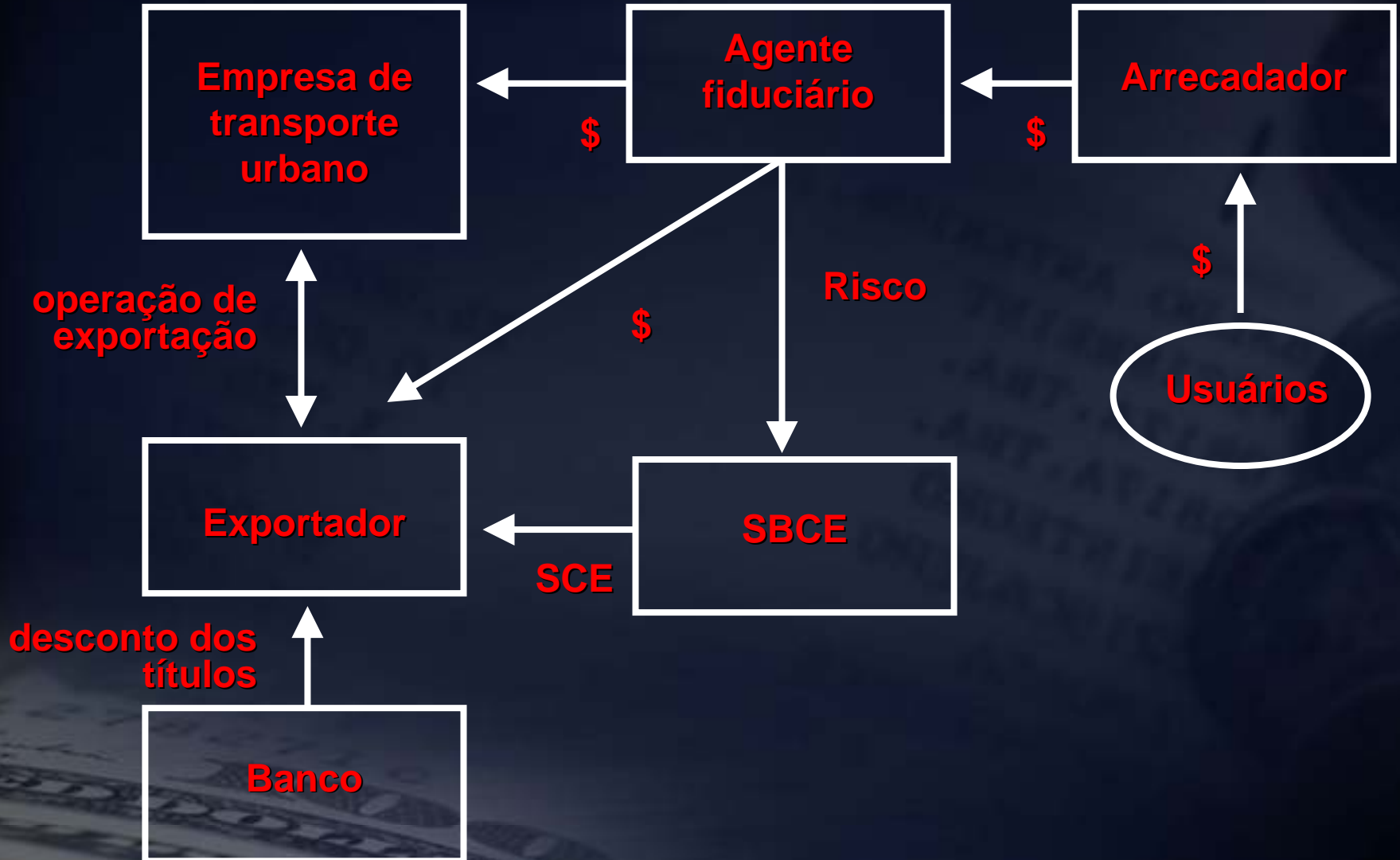
Estudo de Caso

Caso 1



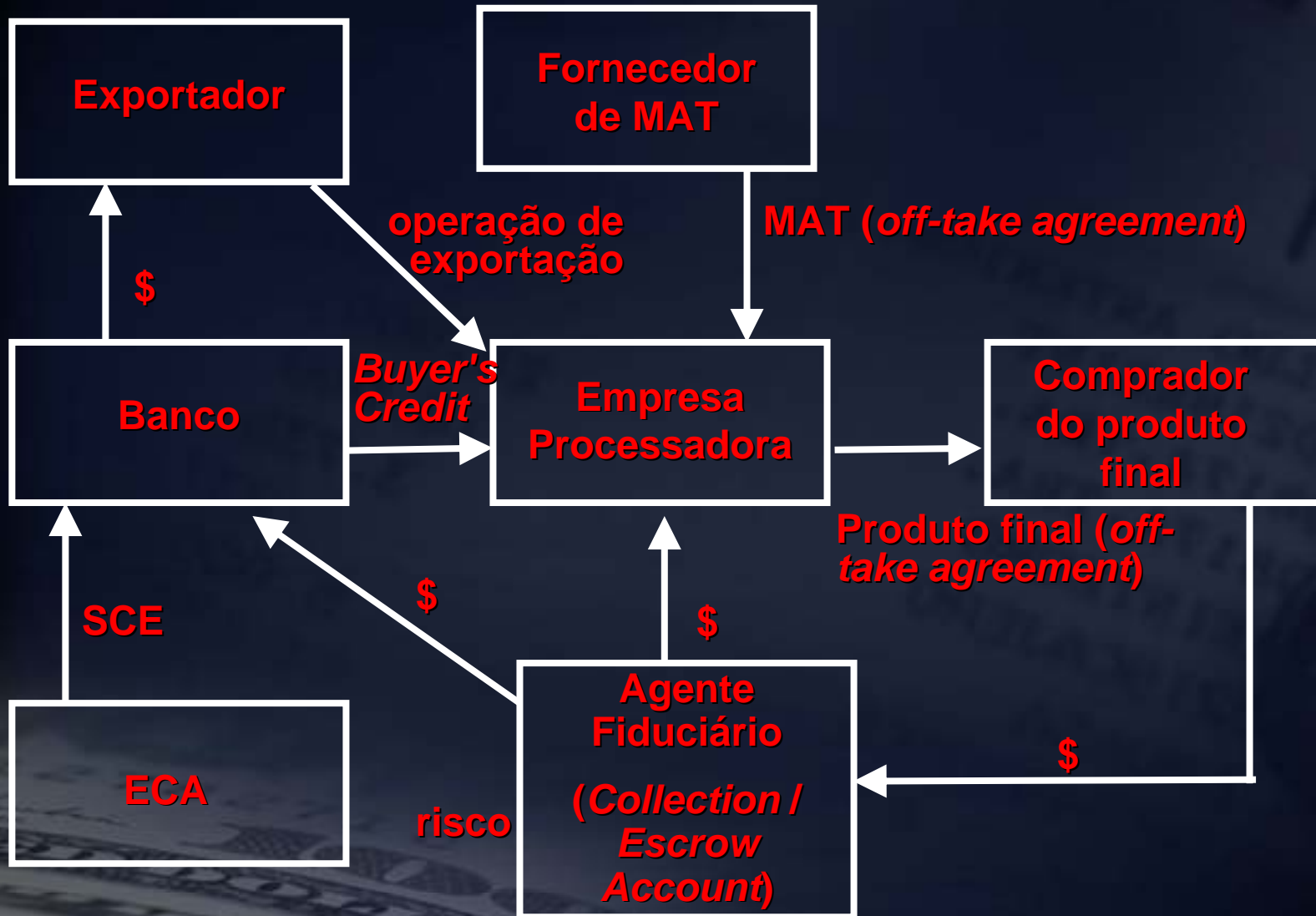
Estudo de Caso

Caso 2



Estudo de Caso

Caso 3 – Structured Commodity Finance



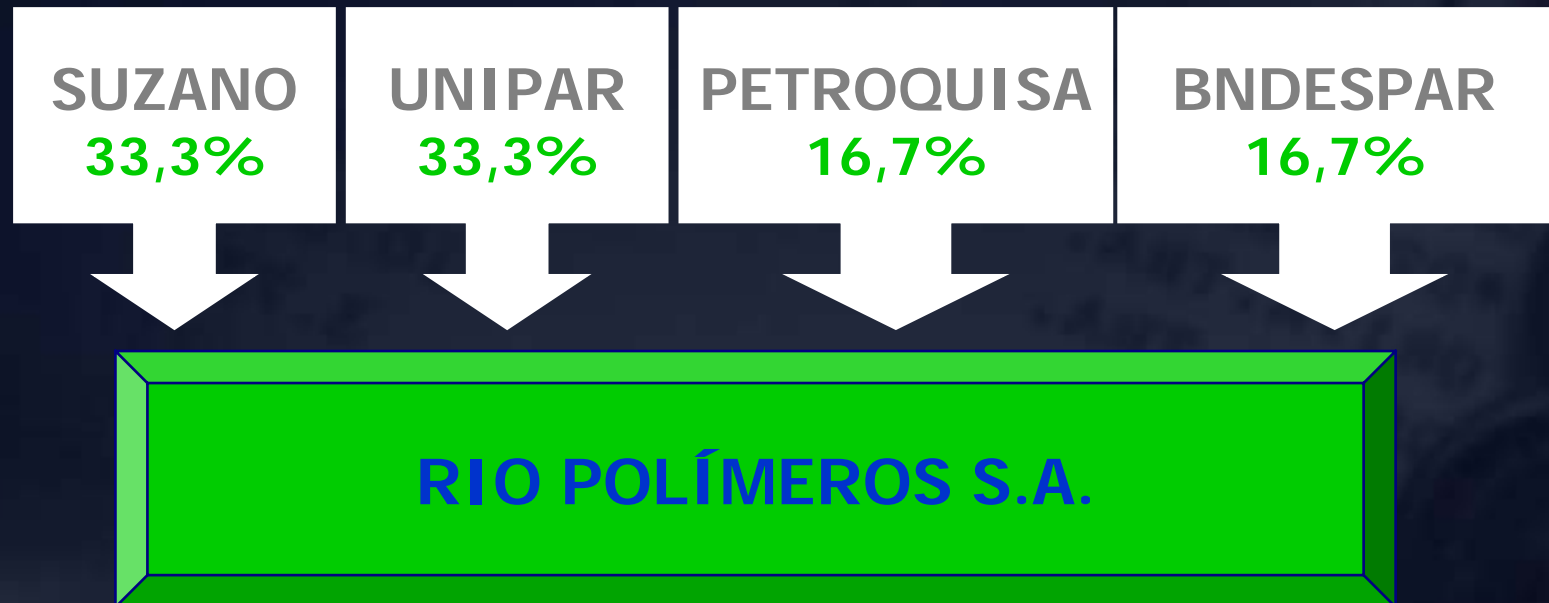
Conclusões

- *Estrutura cara, demorada e que requer participação de muitos especialistas*
- *Ênfase no projeto e na geração operacional de caixa*
- *Aplicado em projetos complexos e de investimentos elevados, envolvendo agentes que têm interesse no projeto*
- *Algumas garantias usuais podem ser utilizadas em operações de Corporate Finance (Structured Finance)*

Complexo Gás Químico do Rio de Janeiro – Projeto Riopol



Estrutura Acionária



Configuração do Empreendimento

PETROBRAS

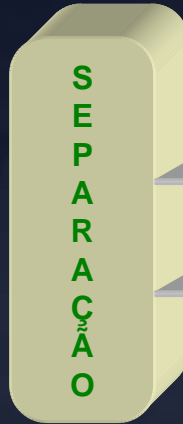
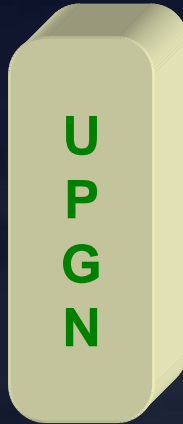
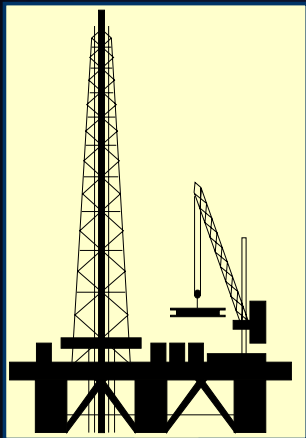
RIO POLÍMEROS

Bacia de Campos

Cabiúnas

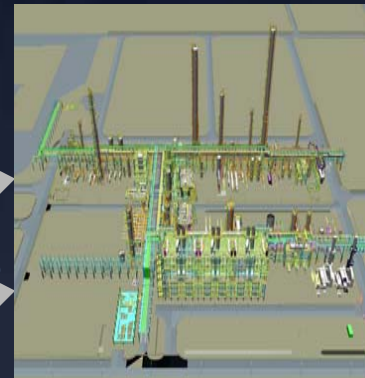
D.Caxias

Duque de Caxias



Etano

Propano



POLIMERIZAÇÃO



Propeno
Hidrogênio
Gasolina

Etileno

Polietilenos

Gás Natural

Etano + Propano

Informações Gerais

| | |
|----------------------|---|
| CAPACIDADE PRODUTIVA | 520.000 t/a de etileno 75.000 t/a propileno 540.000 t/a de polietilenos |
| TECNOLOGIAS | Etileno: ABB Lummus Polietilenos: Processo Unipol - Univation |
| LINHA DE PRODUTOS | Polietilenos |

EPC Contractor: Consórcio ABB Lummus / Snamprogetti

Avaliação do Projeto

Dados Básicos

FINANCIAL MODEL - BASE CASE

| | |
|---|-------------------------|
| Valor do Projeto - USD Equiv | US\$ 1,08 bilhão |
| VPL - USD Equiv | 85.000 |
| TIR (<i>Equity</i>) | 18,98% |
| DSCR - mínimo | 2,19 |
| DSCR - médio | 1,98 |
| Prazo da Construção | 40 meses |
| Início da Operação | |
| Partida Gas - In | Out/2004 |
| Turnover | Fev/2005 |
| Faturamento Médio Anual Estimado | US\$ 700 milhões |

Estrutura Financeira

| | |
|---|-------------------------|
| INVESTIMENTO | US\$ 1,08 bilhão |
| • Capital Próprio | US\$ 430 milhões |
| • Financiamento | US\$ 650 milhões |
| ❖ BNDES | US\$ 284 milhões |
| ❖ Ex-Im Bank (EUA) | US\$ 198 milhões |
| ❖ Sindicato BNPP (com garantia do SACE) * | US\$ 170 milhões |

* Sindicato de Bancos:

Credit Lyonnais

Banca Nazionale del Lavoro

BNP Paribas

Fortis Bank

HVB Banque Luxembourg



Estrutura do Project Finance

Mitigantes

- **Construção e Montagem**

- *Single-point responsibility*;
- Preço fechado – contrato tipo *Lump Sum Turn Key*;
- Data garantida para entrega do Projeto em operação: 40 meses de construção (incluindo período de testes);
- Entrega da Planta à Riopol testada e em operação;
- Estrutura de Seguros abrangente.

- **Tecnologia/Performance**

- Tecnologias totalmente comprovadas e no estado da arte;
- Contratos garantindo o acesso aos melhoramentos da tecnologia;
- Condição de “*Make-Good*” para o *cracker* de eteno: garantias ilimitadas para 100% da capacidade instalada (500.000 t/a);
- Garantias ilimitadas para atingir 95% da capacidade de Polietilenos;
- Indenizações pagas entre 95% e 100% de forma a manter o fluxo de caixa.

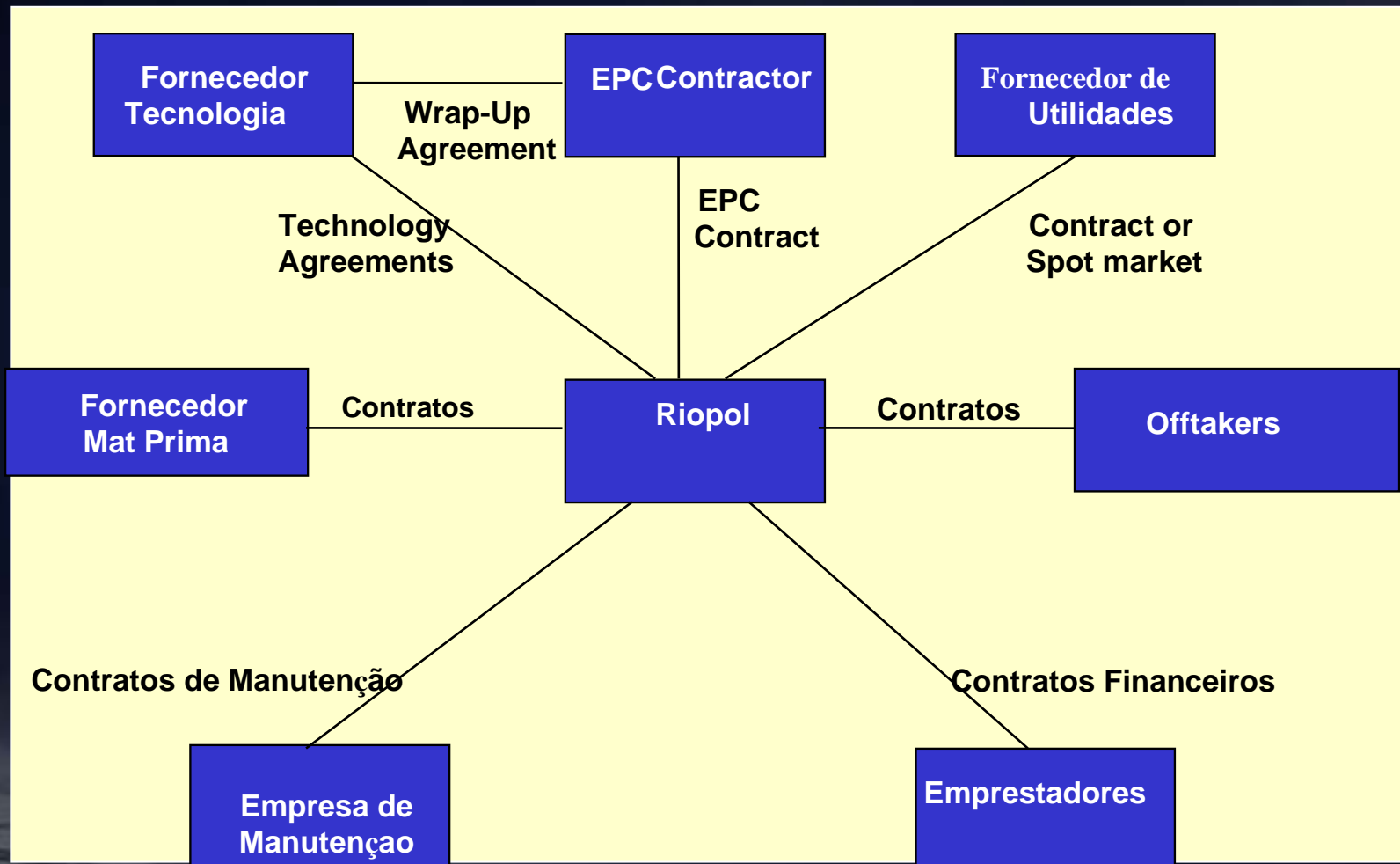
Estrutura do Project Finance Mitigantes

- **Comercial / Fluxo de Caixa**

- Contratos de *Off-take* de longo prazo:
 - Exportação de 1.200.000 t em 10 anos (150 Kt/4 anos e 100 Kt/6 anos de PE's);
 - Venda de 75.000 t/a de propeno para Polibrasil (15 anos)
 - Venda de Hidrogênio e Gasolina de Pirólise para Petrobras (15 anos)
- Compra de Etano / Propano (15 anos)
- Estrutura de Custos competitiva (baixo *cash cost* de produção);
- Demonstração da existência de mercado doméstico firme.



Estrutura Contratual



Estrutura do Project Finance

Agentes

- *Administrative Agent:* BNP Paribas
- *Facility Agents:* EXIM, SACE e BNDES
- *Independent Engineer:* Kvaerner
- *Independent Insurance Consultant:* AON
- *Independent Market Consultant:* Nexant (Chem Systems)
- *Legal Advisor:* Winston & Strawn
- *Collateral Agent:* J.P. Morgan
- *Project Management:* Foster Wheeler
- *Auditor Independente:* KPMG
- *Paying Agent:* Bradesco

EPC Contract

Principais Características

- Estrutura fortemente influenciada pelas necessidades do *Project Finance*;
- *Lump Sum Turn Key* e Preço Fixo: escopo bem definido nos apêndices contratuais e estouro de orçamento absorvido pelo *Contractor*;
- *Performance*: aceitação pela Rio Polímeros somente ocorrerá após extensivo programa de testes com pesadas *liquidated damages*;
- Prazo: contrato estabelece penalidades altíssimas (*delay damages*) em caso de atraso na data de aceitação operacional;
- Pagamentos: de acordo com valores pré-estabelecidos de acordo com curva de pagamentos e eventos físicos cumpridos (*milestones*).

EPC Contract

Principais Características

- **Garantias:**

- Equipamentos e Serviços: *EPC Contractor* garante qualidade dos serviços e equipamentos até 18 meses após partida (renováveis por mais 12 meses até que o problema seja sanado)
- *Retenção de Pagamentos Mensais*: pagamentos estão sujeitos a retenção de 10% liberados mediante apresentação de *Standby Letter of Credit*
- *Performance Bond*: *EPC Contractor* forneceu uma Fiança Bancária cobrindo 10% do valor contratual
- *Parent Guarantee (ABB Holdings Inc. e Snamprogetti)*

Obrigações dos Acionistas

- **Aportes**

- *Committed Amount (Equity Contribution Agreements):*
 - Em US\$: US\$ 215,3 milhões
 - Em R\$: R\$ 625,1 milhões (corrigido até maio/03)

- ***Covenant***

- Envio de Demonstrações Financeiras Anuais e Trimestrais

- ***Aumentos mensais de Capital***



Bibliografia

- *Borges, Luiz F. Xavier. “Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance”.*
- *Borges, Luiz F. Xavier. “Risco de Crédito: Garantias e Contratos”*
- *John D. Finnerty - “Project Finance: Engenharia Financeira Baseada em Ativos”*
- *Moreira, Hélio Cabral. “Project Finance: uma Abordagem pelo Engenheiro do BNDES”.*
- *The Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credits - OECD*
- *Manuais de Política Operacional do BNDES*