



UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ARTES, CIÊNCIAS E HUMANIDADES

Project finance: Um estudo de caso de financiamento de projetos de infraestrutura em instituição financeira no Brasil

Luis Paulo Barros Mamprin

Orientadora: Profa.Dra.Flávia Mori Sarti

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao bacharelado em Gestão de Políticas Públicas da Escola de Artes, Ciências e Humanidades da Universidade de São Paulo.

São Paulo
2015

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ARTES, CIÊNCIAS E HUMANIDADES

***Project finance: Um estudo de caso de financiamento de projetos de
infraestrutura em instituição financeira no Brasil***

Luis Paulo Barros Mamprin

Orientadora: Profa.Dra.Flávia Mori Sarti

São Paulo
2015

Avaliação do Trabalho de Conclusão de Curso

Título: *Project finance*: Um estudo de caso de financiamento de projetos de infraestrutura em instituição financeira no Brasil

Autor: Luis Paulo Barros Mamprin

Ano: 2015

Profa.Dra.Flávia Mori Sarti

Orientadora

Nota:

[Nome do Convidado à Banca]

Participante da Banca de Avaliação

Nota:

Sumário

1. Introdução.....	6
2. Metodologia.....	8
3. <i>Project finance</i> : Histórico e aplicações no Brasil	9
4. Potencialidades para aplicação de <i>project finance</i> em saúde no Brasil	12
5. Mecanismos de <i>project finance</i> em parcerias público privadas do setor de saúde	14
5.1. Formas de financiamento	14
5.2. Contratos	15
5.3. Formas de acompanhamento	15
6. Estudo de caso: Operacionalização do <i>project finance</i> em uma instituição financeira no Brasil	17
6.1. Fase 1: Assessoria na Elaboração e Estruturação da PMI (6 a 12 semanas).....	17
6.2. Fase 2: Pré Leilão (12 a 22 semanas).....	18
6.3. Fase 3: Pós Leilão (12 a 22 semanas).....	19
6.4. Fase 4: <i>Closing</i> (15 a 25 semanas)	19
7. Resultados	21
8. Conclusão	23
9. Referências	24

Lista de Tabelas e Figuras

Quadro 1. Análise comparativa de mecanismos previstos em <i>project finance</i> no contexto teórico (revisão de literatura e legislação) e prático (estudo de caso).....	22
--	----

Resumo

Luis Paulo Barros Mamprin. ***Project finance: Um estudo de caso de financiamento de projetos de infraestrutura em instituição financeira no Brasil.*** São Paulo, 2015.

No presente trabalho, é realizada uma análise do *project finance*, de forma a verificar a utilização de mecanismos de financiamento alternativos para desenvolvimento de projetos de infraestrutura propostos pelo governos. O trabalho inicia-se a partir de uma revisão de literatura sobre criação e evolução histórica do *project finance*, assim como sua adoção no contexto brasileiro, bastante influenciado pelas privatizações dos anos 1990. Em seguida, analisam-se potencialidades de adoção do *project finance* no setor de saúde no Brasil, especialmente no contexto de parcerias público privadas no Sistema Único de Saúde. Posteriormente, analisou-se um estudo de caso de funcionamento do *project finance* dentro de uma instituição financeira privada no Brasil, considerando-se riscos e retornos do projeto. Por fim, analisou-se comparativamente aspectos teóricos e práticos na operacionalização do *project finance* no país.

Introdução

Project finance é uma modalidade financeira direcionada ao desenvolvimento de projetos de infraestrutura de grande porte, que necessitam de aporte de grandes volumes de recursos financeiros.

O modelo do *project finance* teve sua primeira aplicação nos Estados Unidos na década de 1930, a partir do financiamento de um projeto no segmento de recursos naturais (exploração de campos de petróleo), cujas bases incluíam características similares ao *project finance*, “isto é, a garantia oferecida aos financiadores baseou-se no fluxo de caixa futuro do empreendimento, o que lhes dava conforto quanto ao retorno do capital investido”(Pereira, 2003, p.17).

Entretanto, há registros anteriores de operações similares à estrutura do *project finance*, conforme apontado por Pereira (2003, p.16):

Já no século XIII, a Coroa Britânica negociou um empréstimo junto ao Frescobaldi, um dos importantes bancos de investimento da época, para desenvolver as minas de parte da região de Devon. O contrato era um esboço do que existe atualmente, pois previa que o credor teria direito a controlar as operações das minas pelo período de um ano. O credor poderia retirar quanto minério não refinado quisesse, durante aquele ano, mas teria que assumir, integralmente, o custo de operação das minas.

No exterior, o modelo já é bastante consolidado, principalmente em Estados onde a iniciativa privada possui grande relevância no desenvolvimento de infraestrutura, atuando por meio de parcerias público privadas.

No presente trabalho, apresenta-se o contexto histórico de introdução do *project finance* no Brasil e seu desenvolvimento ao longo dos últimos anos. A partir do histórico delineado, deve-se traçar uma visão operacional do *project finance*, assim como descrição dos mecanismos de execução dentro de uma instituição financeira no Brasil atualmente, considerando-se as variáveis importantes à aprovação do financiamento do projeto, desde análise dos principais riscos identificados (e mecanismos de mitigação dos riscos às partes envolvidas no projeto) até avaliação do retorno financeiro por meio do fluxo de caixa esperado.

O trabalho está estruturado em sete partes, além da presente Introdução. O segundo capítulo do trabalho apresenta a metodologia adotada na construção da análise do *project finance* no Brasil ao longo do presente estudo. Em seguida, apresentam-se o histórico e as aplicações do *project finance* no Brasil; seguido de um capítulo sobre potencialidades de aplicação do *project finance* na área da saúde no Brasil e outro capítulo sobre formas de execução do *project finance* em parcerias público privadas (PPP) na área de saúde. No sexto capítulo, são abordados mecanismos de operacionalização de *project finance*, em um estudo e caso dentro de uma instituição financeira no Brasil. Por fim, apresentam-se alguns resultados e conclusões quanto à comparação entre principais aspectos teóricos do *project finance* identificados na literatura acadêmica e legislação nacional, em relação às principais características observadas no estudo de caso descrito.

1. Metodologia

Na execução do presente trabalho, foi realizada uma revisão de literatura acadêmica e documental para estudo das bases teóricas e histórico da criação e adoção do *project finance* no Brasil e no exterior; assim como uma busca de estudos que possibilitassem analisar a possibilidade de inserção do *project finance* no setor de saúde no país.

Em seguida, foi feito um estudo de caso em uma instituição financeira no Brasil, a partir da análise de documentos e entrevistas pessoais com profissionais da área em bancos privados brasileiros, de forma a captar aspectos de operacionalização prática do *project finance*; ou seja, etapas e formas de execução do *project finance* em uma instituição financeira no Brasil.

Na abordagem aos profissionais da área, buscou-se compreender o papel de cada agente da instituição financeira e cada instituição envolvida na proposição do *project finance*, incluindo-se desde o boletador (profissional responsável por cadastrar nos sistemas dados de cada acordo de *project finance*) até o negociador (profissional responsável pelo contato direto com clientes externos), passando também pelas áreas jurídica e planejamento.

2. *Project finance*: Histórico e aplicações no Brasil

No Brasil, a modalidade de *project finance* surgiu a partir dos anos 1990, a partir de uma redefinição do papel do Estado no período após o processo de redemocratização. A oferta de bens e serviços de infraestrutura, especialmente de serviços públicos do país, foi transferida à iniciativa privada por meio de processos de privatização de empresas estatais e concessão de serviços públicos, cuja intenção era “*desonerar o setor público dos gastos com grandes investimentos, diminuir o desequilíbrio fiscal, aumentar a eficiência nos setores de infraestrutura pela introdução da competição e garantir investimentos contínuos*” (Araújo, 2003, p.1).

Isso constitui o ponto de partida para adoção de diferentes modelos de financiamento de projetos ligados ao setor público no país, inclusive *project finance*, tendo em vista que a transferência da responsabilidade de projetos de infraestrutura com retornos de longo prazo à iniciativa privada, cujas características apresentam necessidade de desenvolvimento de diferentes instrumentos de financiamento para empresas.

Em comparação com outras modalidades de empréstimo, o *project finance* apresenta algumas vantagens:

- 1) O beneficiário do empréstimo deve criar um registro específico de CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica), denominado Sociedade de Projeto Específico (SPE), de forma a obter os recursos relativos ao projeto, de forma que seja feita separação do fluxo de caixa, patrimônio e riscos do projeto em relação aos demais recursos do beneficiário, diferenciando o modelo de implementação do *project finance* de um empréstimo corporativo;
- 2) A partir da criação da SPE, há alocação da dívida ao CNPJ específico. Isso evita que a empresa apresente uma alavancagem elevada nos balanços contábeis, o que comprometeria a condução das demais atividades da empresa e, simultaneamente, facilita obtenção de outros tipos de empréstimos necessários à empresa, tendo em vista que, quanto menor o volume de dívidas da empresa, maior a facilidade de obter recursos a uma taxa de juros inferior junto a instituições financeiras. O Banco Central do Brasil (BACEN) conduz uma classificação por categorias de risco (*rating*) das empresas a partir dos balanços apresentados, que sinaliza notas desde AAA (ótimo pagador) até H (altíssimo risco de inadimplência) para

empresas, que constitui base para estipulação de taxas de juros para empréstimos junto a instituições financeiras.

Azeredo (1999, 27) apresenta detalhamento das questões apresentadas nos dois primeiros pontos, resumidamente:

Em um empréstimo corporativo, para o financiamento de um projeto, a dívida contraída fará parte do passivo do promotor do projeto, um financiamento na modalidade Project Finance não alavancará o balanço do mesmo. Para tanto, é necessária a criação de uma empresa para administrar os ativos do projeto, a qual será a tomadora dos empréstimos necessários. É necessário ainda que os acionistas não detenham o controle da empresa, justamente para evitar a consolidação do balanço da empresa estabelecida para o projeto no balanço do acionista.

- 3) O fluxo de caixa gerado pelo projeto constitui a principal fonte de pagamento do serviço e da amortização do capital. Isso constitui um fator de incentivo à adoção do *project finance*, pois há isenção de apresentação de garantias próprias pelas empresas, uma vez que a garantia do empréstimo é baseada no próprio fluxo de caixa do projeto a ser financiado;
- 4) Especialmente em países em desenvolvimento, devido à escassez de recursos financeiros para condução de projetos de infraestrutura de grande porte baseados em retornos de longo prazo, há vantagens no emprego do *project finance*, especialmente no caso de estabelecimento de parcerias público privadas (PPP) para projetos de infraestrutura;
- 5) Em termos de riscos, operações de *project finance* apresentam análises de risco adicionais em relação às demais operações de crédito, incluindo: risco do ente público (no caso de PPP), risco regulatório, risco de demanda, risco de construção, entre outros.

Uma das características peculiares do *project finance* no Brasil refere-se aos aspectos legais referentes aos requerimentos para estabelecimento de parcerias público privadas no contexto da modalidade de financiamento em questão:

No direito brasileiro, só é possível implantar o Project Finance para pessoas jurídicas de direito privado, de controle estatal ou privado. Essa característica, contudo, não deve ser considerada como um grande obstáculo para a viabilização de PPPs pelo Project Finance, já que o governo pode agir por suas empresas estatais, ainda muito significativas na economia.

3. Potencialidades para aplicação de *project finance* em saúde no Brasil

Os serviços públicos privativos, ou seja, os serviços de responsabilidade exclusiva do Estado, são prestados diretamente ou mediante concessão a empresas privadas no país; conforme estipulado pelo artigo 175 da Constituição dispõe que (BRASIL, Constituição 1988):

Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente, ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos.

Todavia, há reconhecimento de um conjunto de serviços públicos, denominados bens meritórios no contexto da Economia do Setor Público, cuja prestação é passível de operacionalização por particulares sem necessidade de concessão pelo Estado, como educação (inclusive creches) e a saúde (em qualquer nível de complexidade da assistência em saúde). Tais serviços públicos, no âmbito legal, são denominados serviços públicos não privativos (não exclusivos) ou serviços públicos sociais, considerados atividades econômicas em sentido estrito caso sejam executadas por particulares ou serviços públicos caso sejam exercidos pelo Poder Público (em regime de Direito Público).

Adicionalmente, a permissão de serviços públicos apresenta tem caráter precário em comparação à concessão, sendo utilizada em casos nos quais o permissionário é isento de compromisso no sentido de realizar investimentos de grande monta ou aporte significativo de capital à prestação de serviços públicos. A Lei 8.987 de 13 de Fevereiro de 1995, em seu artigo 2º, inciso IV, dispõe sobre a possibilidade da permissão de ser “revogada” pelo poder concedente a qualquer momento (BRASIL. Constituição, 1988).

Após a promulgação da Constituição Federal (BRASIL. Constituição, 1988), foi elaborada a Lei 8.080, de 19 de setembro de 1990 (BRASIL. Constituição, 1990a), denominada Lei Orgânica da Saúde, que regulamentou a organização, o financiamento e o funcionamento das ações e serviços públicos de saúde, denominados como Sistema Único de Saúde (SUS). Em seguida, foram editadas a Lei Federal 8.142, de 21 de dezembro de 1990, que estipula mecanismos de participação social no SUS (BRASIL. Constituição, 1990b), e a Lei Orgânica da Seguridade Social (Lei 8.212, de 24 de julho de 1991), que regulamenta questões relativas à saúde, à previdência social e à assistência social no contexto do Orçamento da Seguridade Social (BRASIL. Constituição, 1991).

A partir dos significativos avanços tecnológicos da medicina durante as últimas décadas, em conjunção com processo de transição demográfica, que resulta em aceleração do processo de envelhecimento da população nos diferentes países, há ocorrência de um significativo incremento dos custos da assistência em saúde no contexto do setor público brasileiro. Em diversos países, inclusive no Brasil, torna-se uma questão premente na agenda pública a discussão e a implementação de reformas institucionais para busca de um ponto de equilíbrio entre nível de cobertura, quantidade, qualidade e custos dos serviços de saúde prestados à população em sistemas de saúde baseados em integralidade e universalidade da assistência em saúde, a partir de mudanças e renovações nos mecanismos de convênios e acordos previstos entre Estado e iniciativa privada no setor de saúde.

No Brasil, vários mecanismos baseados em inovações legislativas foram criados ao longo das últimas décadas com objetivo de ampliar os modelos de participação privada na prestação de serviços públicos do setor de saúde, a partir de vínculos com entidades sem fins lucrativos; como, por exemplo, Lei Federal 9.637, de 15 de maio de 1998, conhecida como Lei das Organizações Sociais (OS), e a Lei Federal 9.790, de 23 de março de 1999, conhecida como Lei das Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP) (BRASIL. Constituição, 1998; 1999).

Recentemente, em 30 de dezembro de 2004, foi editada a Lei Federal 22.079, denominada Lei das Parcerias Público-Privadas (BRASIL. Constituição, 2004), que prevê a possibilidade de concessão de serviços públicos à iniciativa privada com fins lucrativos, no contexto da prestação de serviços de saúde.

Destaca-se que, no artigo 100 da Constituição Federal (BRASIL. Constituição, 1988):

As instituições privadas poderão participar de forma complementar do Sistema Único de Saúde, segundo diretrizes deste, mediante contrato de direito público ou convênio, tendo preferência as entidades filantrópicas e as sem fins lucrativos.

Sendo assim, ao longo das últimas décadas, foram estipulados diversos mecanismos legais para ampliação da participação do setor privado em PPP no contexto de prestação dos serviços públicos de saúde. Tais mecanismos incluem a possibilidade de estabelecimento de projetos cujo financiamento seja estipulado por meio da modalidade de *project finance*, envolvendo, potencialmente, participação da iniciativa privada em investimentos de longo prazo no âmbito das atividades de assistência à saúde no Brasil.

4. Mecanismos de *project finance* em parcerias público privadas do setor de saúde

As parcerias público privadas (PPP) são aplicadas a contratos de prestação de serviços relacionados a projetos de investimento direcionados ao atendimento de interesses da administração pública, que devem estar predefinidos como objeto de licitação de concessão. Tais projetos somente são classificados como PPP caso não apresentem evidências de autossustentabilidade financeira, exigindo, necessariamente, aporte total ou parcial de recursos orçamentários públicos. Os pagamentos de recursos são realizados conforme seja comprovado cumprimento de determinados indicadores acordados e contratados entre as partes envolvidas na parceria.

A modalidade de financiamento denominada *project finance* refere-se, usualmente, às concessões de infraestrutura de grande porte, sendo parcerias autossustentáveis. Sendo assim, no caso dos serviços públicos de saúde, haveria necessidade de interpretar a ordem constitucional e estabelecer um modelo de participação privada com garantia de viabilidade econômica, estabilidade jurídica e mecanismos efetivos de controle dos parâmetros de cobertura, quantidade e qualidade na prestação dos serviços públicos.

As parcerias público privadas em projetos de infraestrutura são interessantes a um conjunto de agentes econômicos (empreiteiras, consultorias, assessorias, bancos e seguradoras), observando-se dados sobre rentabilidade, segurança e liquidez da PPP, tal como no caso dos participantes de um *project finance*, no qual há uma análise centrada no fluxo de caixa positivo do projeto (ou seja, na entradas de recursos e/ou retorno financeiro).

4.1. Formas de financiamento

Bancos públicos brasileiros, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB), usualmente constituem os principais parceiros da iniciativa privada em significativos aportes de recursos financeiros para investimento de longo prazo, observando-se limites impostos pela legislação. Adicionalmente, há instituições que dispõem de grande volume de recursos financeiros e têm obrigação legal de aplicação em atividades de baixo risco com retornos de longo prazo, como, por exemplo, fundos de pensão ou fundos de investimentos e seguradoras.

Haveria possibilidade de estabelecimento de um modelo de *project finance* misto/composto, observando-se que agentes financeiros estatais devem ser provedores de recursos de longo prazo, a partir do delineamento de programas de apoio a instituições

vencedoras de licitações, exigindo-se um enquadramento prévio do projeto apresentado pelos candidatos na fase de habilitação, a partir da composição de um quadro de fontes de financiamento confiáveis pela apresentação de documentação contendo manifestação positiva de aporte de recursos financeiros, expressa pelos futuros financiadores do projeto.

4.2. Contratos

Um contrato de concessão deve prever um objeto, assim como condições de cumprimento das condições de contratualização passíveis de mensuração em termos quantitativos ou qualitativos, assim como termos de financiamento, indicadores de recebimento do serviço e pagamento das contraprestações. No caso de serviços públicos de saúde, seria possível estipular, como objeto da concessão, operacionalização de complexos hospitalares, por exemplo. Algumas medidas de interesse à concessão poderiam contemplar quantidade de pacientes, capacidade de atendimento ou atendimentos realizados, sendo que os pagamentos estipulados deveriam ser disponibilizados a partir da apresentação de prestação de contas relativas à produção do serviço público, assim como medidas de avaliação da qualidade do serviço de saúde.

O contrato estipulado também deve prever a hipótese de extinção da concessão, seja por possibilidade de redução de prazo de concessão, retomada da concessão por motivo de interesse público, rescisão do contrato, falência ou mesmo extinção da concessionária.

Tendo em vista as características dos contratos de financiamento previstas no modelo de *project finance*, assim como em contratos de financiamento de PPP, há possibilidade de estabelecimento de concessões a partir de exame caso a caso, considerando-se condições do contrato em função da propensão ao risco dos agentes. Em princípio, não existe uma configuração única, pois constitui modelo de análise baseado em engenharia financeira, a ser construída com base em características específicas de cada caso, tendo em vista que *project finance* é baseado em análise contratual do fluxo de caixa do projeto, que constitui garantia aos credores a partir dos ativos e dos recebíveis do próprio projeto.

4.3. Formas de acompanhamento

No tocante à forma de acompanhamento do contrato de concessão, há necessidade de estabelecimento de uma operação integrada e conjunta entre instituições financiadoras do projeto, buscando estabelecer receitas a serem geradas a partir da operação do projeto para

amortização do investimento. Considerando que, no contexto do modelo típico de financiamento do *project finance*, os participantes apresentam-se envolvidos em algum tipo de risco no contexto do projeto e têm um conjunto de responsabilidades em relação ao projeto, tais riscos e responsabilidades devem estar bem definidos nos contratos de financiamento.

Assim, a estabilidade e a confiabilidade do ambiente legal, bem como o cumprimento dos contratos, constituem estruturas essenciais à implantação de um projeto baseado em concessão de serviços públicos com financiamento via *project finance*, de forma a conciliar diversos interesses das partes envolvidas.

É inevitável a existência de riscos no contexto da operacionalização de projetos de grande porte com duração de longo prazo, sejam riscos de construção, operação ou riscos financeiros. Abandono ou atraso na construção de infraestruturas necessárias, riscos ambientais e características políticas, econômicas e sociais do país constituem exemplos de riscos estruturais de um projeto. No entanto, é possível adotar várias medidas de mitigação de riscos, como seguros, oneração de ativos e participação de instituições internacionais, por exemplo.

5. Estudo de caso: Operacionalização do *project finance* em uma instituição financeira no Brasil

O modelo de financiamento baseado em *project finance* apresenta exigências específicas em termos de preparação da estrutura de análise financeira por parte da instituição financeira concedente dos recursos. Usualmente, a análise financeira tem duração média de 88 semanas (em torno de um ano e nove meses) para condução das quatro principais fases que definem o processo de concessão dos recursos solicitados:

- 1) Fase 1: Assessoria na elaboração e estruturação da PMI;
- 2) Fase 2: Pré leilão;
- 3) Fase 3: Pós leilão;
- 4) Fase 4: *Closing*.

5.1. Fase 1: Assessoria na Elaboração e Estruturação da PMI (6 a 12 semanas)

A primeira fase é dividida em três etapas, sendo que a primeira trata da Análise de Viabilidade Econômico Financeira do projeto (duração de 3 a 6 semanas), que inclui o desenvolvimento de um modelo econômico financeiro específico e definição da modalidade de licitação apropriada, assim como determinação das principais características do projeto, diferenciadas segundo prazos, tarifas, contraprestações e outras particularidades entre:

- (i) PPP patrocinada;
- (ii) PPP administrativa;
- (iii) Concessão comum.

Uma PPP patrocinada se trata de uma “*concessão em que o parceiro privado planeja, executa e opera uma atividade de caráter público, em que parte da remuneração do serviço entregue a população será paga pelo parceiro público*” (Assessoria Jurídica PROCEMPA), já a PPP administrativa é um “*contrato de concessão em que a administração pública é a usuária direta ou indireta do serviço público concedido, que envolva o projeto, a execução, a instalação e a operacionalização da obra, ou serviço*” (Assessoria Jurídica PROCEMPA).

A segunda etapa baseia-se na elaboração das análises *Value For Money* e Matriz de Riscos (duração de 2 a 4 semanas), que buscam, respectivamente, demonstrar benefícios previstos na PPP e identificando principais riscos do projeto.

A última etapa da primeira fase refere-se à preparação de Contratos (1 a 2 semanas), baseada em condução de assessoria financeira na elaboração e na negociação dos contratos envolvidos no projeto, quando aplicável.

5.2. Fase 2: Pré Leilão (12 a 22 semanas)

A segunda fase inclui a realização de assessoria financeira para definição do *bid* (lance), sendo dividida em quatro etapas. A primeira etapa refere-se à recondução da Análise de Viabilidade Econômico Financeira (3 a 6 semanas), a partir de realização de análise de sensibilidade dos principais parâmetros estipulados na primeira fase, em compatibilidade com interesses do cliente, incluindo:

- (i) Análise de viabilidade;
- (ii) Volumes, prazos e custos do financiamento;
- (iii) Definição de valores de *bid* (em caso de leilão).

A segunda etapa refere-se à definição de estratégias e fontes de financiamento (2 a 4 semanas), a partir da identificação das possíveis estratégias de abordagem e fontes de financiamento ao projeto, cujas diferentes condições devem ser simuladas no modelo econômico financeiro para orientar a tomada de decisão do cliente.

Na terceira etapa, é realizada uma abordagem aos potenciais financiadores (4 a 6 semanas), a partir da identificação de potenciais dificuldades para obtenção do financiamento desejado. Adicionalmente, realiza-se uma análise financeira e discussões junto ao cliente, em conjunto com consultores especializados quanto a questões técnicas, tributárias, fiscais, societárias e regulatórias pertinentes ao projeto, elencadas pelo cliente da instituição financeira.

Por fim, a quarta etapa refere-se à definição do *bid* (3 a 6 semanas), que consiste em uma assessoria na definição do *bid* (lance) no leilão, considerando retornos esperados e financiabilidade do projeto, assim como um acompanhamento da realização do leilão junto ao cliente.

5.3. Fase 3: Pós Leilão (12 a 22 semanas)

A terceira fase refere-se à estruturação do financiamento, baseada em tarefas burocráticas e estratégicas para conduzir o processo ao fechamento do contrato, sendo dividida em cinco etapas.

A primeira etapa inclui uma análise de riscos financeiros e mitigantes, assim como definição da estrutura de capital (4 a 8 semanas), sendo responsabilidade da instituição financeira conduzir uma análise abrangente de riscos financeiros do projeto, incluindo proposição de alternativas para minimização ou responsabilização pelos riscos no contexto da estrutura contratual, indicando possíveis formas de mitigação e apontando responsabilidades, que devem auxiliar na definição da estrutura de capital do projeto.

Posteriormente, as etapas de definição da estrutura do capital (1 a 2 semanas) e análise de investimentos (2 a 4 semanas) incluem realização de uma análise criteriosa dos investimentos necessários para cumprimento do projeto, segundo valor e origem, de forma a avaliar alternativas de financiamento potencialmente compatíveis.

A penúltima etapa refere-se à interação com investidores (3 a 5 semanas), baseada na avaliação de interesses de investidores e estipulação de eventuais formas de participação no projeto. Por fim, a etapa de elaboração da estrutura de garantias (3 a 5 semanas) inclui formulação das garantias pela instituição financeira, inclusive participação na discussão dos contratos, seguros ou demais documentos necessários à formalização do pacote de garantias do projeto.

5.4. Fase 4: Closing (15 a 25 semanas)

Finalmente, na última fase do *project finance*, é realizada a contratação do financiamento. É a fase de maior duração da análise, pois envolve uma série de assessorias e revisões de processos para formalização final do projeto, dividida em seis etapas.

A primeira etapa refere-se à realização de um *road show* (3 a 6 semanas), ou seja, apresentação do projeto aos potenciais financiadores, incluindo preparação de material para sindicalização (quando há a participação de duas ou mais instituições financeiras em uma operação, essa operação recebe o nome de operação sindicalizada) e demais esforços necessários para atrair financiadores.

Em seguida, a instituição financeira realiza assessoramento do cliente na avaliação das propostas de financiamento (3 a 6 semanas) obtidas, de forma a promover um embasamento

da decisão final do cliente com avaliação dos impactos financeiros de cada proposta sobre em termos de viabilidade econômico financeira do projeto.

Na terceira etapa, é feita revisão do modelo econômico financeiro (1 a 2 semanas) até a celebração dos contratos de financiamento, de maneira a avaliar a rentabilidade e a financiabilidade do projeto conforme termos e condições dos financiamentos definidos ao longo da etapa.

As três últimas etapas do processo incluem adequação da estrutura de garantias e *covenants* (2 a 4 semanas), conforme eventuais demandas dos potenciais financiadores; acompanhamento da aprovação dos financiamentos (3 a 5 semanas), buscando acelerar o processo de obtenção dos recursos; e, por fim, o fechamento dos contratos (3 a 5 semanas), sendo que a Instituição Financeira torna-se responsável por assessorar financeiramente o cliente na análise e na negociação dos contratos de financiamentos do projeto junto aos potenciais financiadores.

6. Resultados

A partir da revisão de literatura nacional e internacional identificada sobre *project finance* e da condução de estudo de caso sobre operacionalização do *project finance* em uma instituição financeira no Brasil, foi construída uma análise comparativa das características do *project finance* previstas em bases teóricas e aplicação prática (Quadro 1).

Pode-se verificar que, desde o primeiro caso de financiamento similar ao *project finance* adotado na Inglaterra, foram feitos vários aperfeiçoamentos na modalidade para minimizar riscos presentes no processo de implementação do *project finance*, tanto ao investidor (parceiro privado), quanto ao Estado.

Adicionalmente, o processo de aprovação do *project finance* dentro de uma instituição financeira privada é conduzido com extremo cuidado, devido aos diversos riscos presentes em uma operação de financiamento que requer significativo aporte financeiro e, simultaneamente, apresenta prolongado tempo para obtenção de retorno do investimento. Assim, a aprovação dos processos de *project finance*, usualmente, é demorada (em média, há análise de aspectos financeiros, legais e documentais ao longo de aproximadamente um ano e meio); de forma a adotar mecanismos de mitigação dos riscos às instituições envolvidas.

Ademais, é possível perceber que as práticas adotadas na instituição financeira privada do presente estudo de caso em *project finance* estão bastante alinhadas às recomendações observadas nos estudos teóricos analisados, segundo características previstas na literatura acerca de dispositivos legais, formas de financiamento, elaboração dos contratos e análise de riscos envolvidos no projeto.

Quadro 1. Análise comparativa de mecanismos previstos em *project finance* no contexto teórico (revisão de literatura e legislação) e prático (estudo de caso).

Fase	Mecanismos Previstos	
	Teoria	Prática
Dispositivos Legais	Determinação da responsabilidade de prestação de serviços públicos ao poder público, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, via licitação.	Definição da modalidade de licitação apropriada e principais características do projeto, diferenciadas segundo prazos, tarifas, contraprestações e outros atributos entre: (i) PPP patrocinada; (ii) PPP administrativa; (iii) Concessão comum.
Formas de Financiamento de Projetos	Parceiros privados buscam aporte financeiro para investimento de maior porte junto aos bancos públicos (BNDES, CEF ou BB), observando-se limites impostos pela legislação. Outras instituições de financiamento incluem fundos de pensão ou fundos de investimentos e seguradoras.	Parceiros privados obtêm assessoria junto a bancos privados para identificação das estratégias e fontes de financiamento, cujas diferentes condições são simuladas em modelo econômico financeiro do projeto. Abordagem a potenciais instituições de financiamento baseada na identificação de possíveis dificuldades para obtenção dos recursos. Análise financeira e discussões com parceiro privado, em conjunto com consultores especializados, quanto a questões técnicas, tributárias, fiscais, societárias e regulatórias pertinentes ao projeto elencadas pelo cliente da instituição financeira.
Contratos	Contrato de concessão deve prever objeto, exigências quantitativas e qualitativas de resultados e indicadores de recebimento do serviço e pagamento das contraprestações. Estabilidade e confiabilidade do ambiente legal, assim como cumprimento de contratos, são elementos essenciais à implantação do projeto, conciliando diversos interesses envolvidos.	Modelo de financiamento, mitigação de riscos, retorno dos investidores, e demais condições previsto por contratos analisados com assessoria de instituição financeira privada. Responsabilidade de análise dos contratos assumida por parte do governo, instituição financeira e empresa privada (parceiro privado).
Riscos do Projeto	Abandono ou atraso na construção, riscos ambientais e características políticas, econômicas e sociais do país constituem principais riscos estruturais ao projeto. Existência de mecanismos para adoção de medidas mitigadoras do risco (seguros, oneração de ativos e participação de instituições internacionais, por exemplo).	Instituição financeira é responsável pela condução de análise abrangente de riscos financeiros do projeto, inclusive proposição de mecanismos de minimização dos riscos no contexto da estrutura contratual, que regula obrigações do cliente e indica possíveis mecanismos de mitigação, assim como auxilia na definição da estrutura de capital do projeto.

Fonte: Elaborado pelo autor.

7. Conclusão

No presente trabalho, foi possível analisar o processo de desenvolvimento histórico e adoção do *project finance*, desde a menção a uma operação bastante semelhante ao *project finance* ainda na Coroa britânica, até detalhes da disseminação da modalidade de financiamento no Brasil, bastante influenciada por políticas de privatização e reforma do Estado.

A modalidade de *project finance* teve adoção particularmente acelerada no Brasil a partir da década de 1990, tendo em vista a adoção de políticas de privatização para condução do ajuste fiscal no país.

Observou-se, também, que dispositivos legais para realização de projetos a partir da modalidade de *project finance* estão bastante consolidados, entretanto, no setor da saúde, ainda não há aplicação no país, tendo em vista a necessidade de segurança no fluxo de caixa do projeto a ser analisado, sendo que há baixa possibilidade de garantia de retorno financeiro em projetos no setor de saúde vinculados à ação do setor público no Brasil.

Por fim, analisou-se um estudo de caso das etapas necessárias ao andamento de um *project finance* dentro de uma instituição financeira privada, desde a fase de pré leilão até o *closing*, fase de contratação do financiamento. Foi possível observar que constitui um processo bastante longo, que demanda serviços de diferentes especialidades em diversas áreas dentro da instituição financeira, envolvendo diversos campos de conhecimento, desde análise de contratos pelo setor jurídico, até uma análise de riscos pelos setores financeiros da instituição.

O *project finance* constitui uma via de financiamento de infraestrutura interessante, sobretudo para países em desenvolvimento, tendo em vista escassez de recursos do Estado para implementação de obras de infraestrutura necessárias ao crescimento da economia. Usualmente, o *project finance* é adotado mais amplamente em países marcados por processos de privatização ou atuação conjunta entre Estado e setor privado, de forma a constituir parcerias mutuamente proveitosas ao desenvolvimento do país.

8. Referências

- ALVARENGA, JOSÉ EDUARDO DE. Parcerias Público-Privadas: Breves comentários. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**; no. 2, p.1-13, Maio/Junho/Julho de 2005.
- ARAÚJO, WAGNER FREDERICO GOMES DE. Parceria público-privada no *Project Finance* como estratégia de garantia de investimentos em infra-estrutura e seu papel na reforma do estado brasileiro. In: **I Encontro de Estudos em Estratégia (3Es) da ANPAD**. Curitiba, 2003.
- AZEREDO, ANDREA RANGEL. **Financiamento de longo prazo no Brasil: Project Finance como alternativa para infra-estrutura**. Dissertação de Mestrado em Administração. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro; 1999.
- BORGES, LUIZ FERREIRA XAVIER; NEVES, CESAR DAS. **Parceria Público-Privada: Riscos e mitigação de riscos em operações estruturadas de infra-estrutura**. Revista do BNDES; Vol. 12, no. 23, p.73-118, Jun. 2005.
- COMPANHIA DE PROCESSAMENTO DE DADOS DO MUNICÍPIO DE PORTO ALEGRE (PROCEMPA). **PPP Parcerias Público Privadas – As modalidades de parceria**. Disponível na Internet em: http://www.ppp.portoalegre.rs.gov.br/default.php?p_secao=55 [Data de acesso: 19 Abr. 2015].
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO. **Prêmio DEST Monografias Empresas Estatais. Monografias premiadas 2005-2008**. Brasília, 2009.
- PEREIRA, RENATO SUNDIN. **Project Finance como alternativa de financiamento**. Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis; 2003.