

## UNIDADE 1 – CONCEITOS BÁSICOS

### MÓDULO 1 – INTRODUÇÃO AO CONCEITO DO *PROJECT FINANCE*

01

#### 1 - BREVE HISTÓRICO

Embora o uso do termo *Project Finance* seja relativamente recente, de fato essa forma de financiamento é utilizada desde a antiguidade, como por exemplo no Império Romano, no comércio de produtos entre Roma e suas colônias.

Outro caso antigo de uso de *Project Finance* data de 1299: naquele ano, a Coroa Britânica contraiu empréstimo junto ao Banco Frescobaldi, de Florença - um dos principais bancos de investimento italianos - para a extração de prata em minas na região de Devon, litoral da Inglaterra.

O financiamento tinha como característica o controle, pelo credor, da operação das minas pelo período de um ano. Assim, ele poderia retirar a quantidade de prata que quisesse. Por outro lado, deveria arcar todos os custos de extração do minério. Tal característica se assemelha ao que hoje conhecemos como empréstimo com pagamento em produção.

Avançando um pouco no tempo, observamos o uso de *Project Finance* nos Estados Unidos, na construção das estradas de ferro no período entre 1840 e 1870 e na exploração de petróleo, nos anos 1930. Nesse caso, o crédito baseava-se na capacidade dos produtores em pagar o principal e os respectivos juros com o fluxo de caixa oriundo da comercialização do petróleo cru e cujos contratos de venda de longo prazo serviam como garantias.

02

Apesar dos diversos casos de uso de *Project Finance* no passado, é a partir dos anos 1960 que ele passa a ser adotado de forma mais intensiva como principal mecanismo de financiamento de projetos de grande vulto em todo o mundo.

Um dos mais notáveis desses projetos, é o Trans Alaska Pipeline System - TAPS (Sistema de Oleodutos Transalasca), desenvolvido entre 1969 e 1977. Para se ter uma ideia de sua relevância, foi estruturado por meio de uma *joint venture* entre as oito maiores empresas petrolíferas do mundo, com um custo de US\$ 8 bilhões para a construção de 1.300 km de oleodutos, que demandaram seis anos de estudo antes do seu início, e que chegou a empregar mais de 28 mil trabalhadores ao mesmo tempo em determinado momento.



03

Também a Euro Disneyland, na França, foi financiada por meio de *Project Finance*. O empreendimento de 20 milhões de m<sup>2</sup>, que incluía um resort com sete hotéis e um centro de exposição, além dos parques, foi estrategicamente construído numa região cujo raio, de seis horas de carro, abrangeria uma população de 100 milhões de pessoas e que teve custo inicial orçado em US\$ 4 bilhões (1ª etapa).



Se em todo o mundo o instrumento passou a ser usado em larga escala a partir dos anos 1960 e 1970, o mesmo não aconteceu no Brasil – por conta dos impactos do golpe militar de 1964 e da elevada inflação nos anos 1970 e 1980.

04

Assim, é a partir da década de 1990 que inicia-se a estruturação de projetos por meio de *Project Finance* no país. Os principais marcos daquele período foram:

- a abertura do mercado realizada no governo Collor (1990 – 1992),
- a estabilização da economia e controle da inflação a partir da implementação do *Plano Real*, no governo Itamar Franco, em 1994, além de uma série de outras ações, como as privatizações e consequente redução do papel do Estado na economia, no governo de Fernando Henrique Cardoso, iniciado em 1995.

A abertura econômica e a redução drástica dos níveis de inflação afetaram significativamente o setor de infraestrutura, cujos projetos cruzaram as fronteiras nacionais - fundos de outros países e diversos

novos agentes como bancos múltiplos, seguradoras, agências de crédito e mercado de capitais, começaram ser atraídos para o Brasil.

#### **Plano Real**

Programa econômico implantado em 1994 que promoveu a redução, estabilização e controle da inflação no Brasil, que já durava aproximadamente trinta anos.

#### **Bancos Múltiplos**

Instituições financeiras privadas ou públicas que realizam suas operações por intermédio das carteiras comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento.

#### **Mercado de Capitais**

Sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

**05**

Portanto, a engenharia de *Project Finance* surgiu com mais ênfase na segunda metade da década de 1990, como meio para financiar projetos destinados a atender enormes necessidades de infraestrutura, a partir das privatizações e do início das reformas institucionais no setor. Alguns exemplos de uso da modalidade no Brasil no período:

- a. Ponte S.A.: recebeu a concessão para exploração da Ponte Rio Niterói, que demandava pesados investimentos para sua recuperação e manutenção. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), concedeu, em 1996, empréstimo de R\$ 36 milhões, com prazo de 10 anos e cujas garantias eram o fluxos de pagamentos de pedágio;
- b. Via Lagos S.A.: recebeu, em 1997, a concessão para exploração de um trecho de 60 Km de estradas no estado do Rio de Janeiro, cujos investimentos para sua recuperação eram de US\$ 82 milhões. Desse montante, US\$ 20 milhões foram financiados pelo BNDES, US\$ 37 milhões pelo Banco Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e US\$ 25 milhões bancados pelos patrocinadores do projeto.

Ainda na última década no século passado e na primeira dos anos 2000, surgiram vários tipos de parcerias público-privadas em setores como petróleo, energia elétrica, transportes e telecomunicações que começaram a fazer uso do *Project Finance* como forma de estruturação de financiamentos.

**06**

A partir da forte crise financeira provocada pelo *subprime* americano em 2008/2009, os bancos internacionais passaram a ter maior cautela na concessão de financiamentos de *Project Finance* ao país - muito também em função da atual insegurança macroeconômica e legal.

Apesar do uso ainda incipiente desta modalidade de estruturação financeira no Brasil – em comparação com outros países, principalmente por conta de questões como as acima relatadas, no período de 1999 a 2012, o volume de *Project Finance* fechados no país aumentou consideravelmente, gerando investimentos totais no montante de US\$ 183,4 bilhões, dos quais US\$ 138,9 bilhões financiados.



A aceleração das operações de *Project Finance* se devem, principalmente, à atuação do BNDES, que se tornou o grande financiador da modalidade.

### Subprime

Forma de crédito hipotecário para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco. Esse crédito tem como garantia a residência do tomador. O alto risco das operações e consequente não pagamento dos débitos e desvalorização do preço dos imóveis, desencadeou uma crise financeira a partir da quebra de instituições de crédito, arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo.

07

## 2 - CONCEITO DE *PROJECT FINANCE*

Diferentemente da sua tradução literal (Projeto Financeiro), *Project Finance* tem uma amplitude maior e refere-se à uma estruturação/engenharia financeira que tem como objetivo viabilizar a implementação de *projetos de investimentos* de grande porte, em especial os de infraestrutura.

Segundo Borges em seu artigo *Project Finance e Infraestrutura: Descrições e Crítica*:

*“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.”*

Ainda no campo conceitual, Finnerty assim define:

*“Project Finance pode ser definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto”.*

Por fim, Moreira dá o seguinte conceito para *Project Finance*:

*“Implantação de um empreendimento, como uma unidade econômica com fins específicos na qual os emprestadores se baseiam, como fonte para repagamento de seus empréstimos, nos ganhos econômicos e financeiros do empreendimento pelo conceito de fluxo de caixa. Os contratos, por suas abrangências, mais que os ativos do empreendimento, se constituem como a verdadeira garantia colateral dos patrocinadores”.*

Assim, vemos que esse tipo de financiamento é baseado no pressuposto de que as receitas geradas pelo próprio negócio/projeto, ou seja, seu fluxo de caixa, é que servem de base para o pagamento dos juros e principal da dívida. Além dos exemplos já citados anteriormente, como rodovias e pontes, *Project Finance* também é utilizado como fonte de financiamento para hidrelétricas, portos, aeroportos, metrô, estádios, etc.

#### **Projetos de Investimentos**

Plano no qual se alocam recursos em ativos produtivos tangíveis (terrenos, edificações, equipamentos, máquinas, móveis) e intangíveis (tecnologia, conhecimento, direitos de uso, marcas e patentes, imagem, reputação), com o objetivo de obtenção de rendimentos futuros, durante um tempo, capazes de remunerar adequadamente o capital investido.

08

### **3 - CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE UM *PROJECT FINANCE***

Primeiramente, é importante diferenciarmos um *Project Finance* de um financiamento comum (*Corporate Finance*). Embora possuam a mesma finalidade, suas formas são diferentes.

No *Project Finance*, conforme já comentado, a estrutura de empréstimo é garantida pelos fluxos de caixa gerados pelo projeto e sua destinação é, basicamente, para investimentos em infraestrutura (principalmente em países em desenvolvimento) e que envolvem elevados montantes de recursos financeiros. Há um isolamento entre o risco do projeto e risco dos acionistas.

Já o *Corporate Finance* é o financiamento direto convencional, baseado na capacidade de endividamento da empresa. O fluxo de caixa da empresa, e não do projeto, é utilizado para o serviço da dívida.

09

O quadro a seguir apresenta as principais diferenças entre as duas modalidades de financiamento:

PROJECT FINANCE	CORPORATE FINANCE
Financiamento Estruturado	Financiamento Tradicional
Projetos com foco em infraestrutura	Qualquer necessidade da empresa
Fluxo de caixa do projeto como garantia	Garantias reais tradicionais e adicionais
Estrutura societária apartada	Projeto inserido nos negócios da empresa
Compartilhamento de risco com todos os agentes ( <i>players</i> ) envolvidos	Risco centralizado na empresa
Montante de recursos alocados, prazos e custos maiores	Montante de recursos alocados, prazos e custos menores
Destinos dos recursos do financiador e as fontes de pagamentos da dívida são claros	Destinos dos recursos do financiador e as fontes de pagamentos estão diluídos entre os outros negócios da empresa

10

*Project Finance* não é um simples financiamento, mas um intrincado conjunto de sistemas financeiros e jurídicos inter-relacionados que envolve uma grande quantidade de *stakeholders* e patrocinadores – o que torna o custo de sua estruturação bastante elevado.



Outra característica importante é que a alternativa de *Project Finance*, embora não torne melhor uma ideia/projeto, dá maior tranquilidade ao empreendedor e seus credores na sua condução e execução, dados o arcabouço societário, jurídico, de garantias e gestão de riscos que caracterizam este instrumento.

### **Stakeholders**

Qualquer agente interno ou externo que possua interesses diretos ou indiretos no desempenho de uma empresa.

Exemplo: Clientes, Fornecedores, Governo, Concorrentes, Funcionários.

11

Conforme já citado, um dos objetivos do *Project Finance* é o de isolar o risco do projeto e o risco dos acionistas. Importante considerar que, neste instrumento, todos assumem sua parcela de risco no empreendimento, sejam eles fornecedores, construtores, administradores ou acionistas.

Além disso, cada tipo de risco precisa ter uma definição clara e precisa. Considerando os inúmeros mecanismos de mitigação de riscos, materializados na forma de contratos, conclui-se que o empreendimento necessita de um nível elevado de resultados para suportar estes encargos.

Existem muitas condicionantes que devem ser atendidas, às vezes simultaneamente, para que se possa usar o *Project Finance* como modelo para financiar um empreendimento. Uma delas é a necessidade de criação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE).

#### **Sociedade de Propósito Específico**

Modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa limitada ou sociedade anônima, estrutura societária apartada da empresa patrocinadora do projeto, com um objetivo específico

12

Harmonizar a diversidade de interesses é tarefa complexa e envolve consultores, *advisors*, técnicos, advogados, o que, conforme já comentado, faz com que os *Project Finances* sejam soluções onerosas, que absorverão parte significativa do resultado do empreendimento.

Assim, empreendimentos com baixa criação de valor ou alto risco, não devem ser financiados por meio de *Project Finances*, mas sim por meio de empréstimos e financiamentos comuns. No Brasil, assim como no resto do mundo, é raro ver *Project Finances* inferiores a US\$ 100 milhões.

A estruturação de um *Project Finance* abrange conhecimentos diversos. Desta forma, ao longo do curso serão abordados alguns aspectos e conceitos de vários temas/disciplinas como a economia, matemática, gestão financeira, análise de risco, administração de empresas, legislação societária, planejamento tributário, política cambial, seguros, etc.

#### **Advisors**

Expressão inglesa que no jargão financeiro faz referência a assessoria especializada contratada para suprir necessidade da empresa ou algum requerimento legal.

13

## **4 - PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA**



Uma das formas mais conhecidas e comuns de viabilizar *Project Finance* é por meio da parceria público-privada, também conhecida por PPP. Assim, é importante conhecer um pouco sobre o tema. A literatura internacional define uma PPP como:

***“contrato de longo prazo entre um governo (federal, estadual ou municipal) e uma entidade privada, no qual essa entidade se compromete a oferecer serviços de infraestrutura”.***

Nos vários tipos de contrato existentes, o entre privado e o ente público dividem as responsabilidades entre si em questões como aporte de recursos, obtenção de financiamento, constituição do projeto, obras, construção, operação e manutenção da infraestrutura.

Os ganhos da empresa privada normalmente são baseados nos pagamentos feitos diretamente pelo governo ou no recebimento de tarifas dos usuários da infraestrutura disponibilizada.

Exemplos de PPP

- Um contrato para que uma empresa passe a cuidar da manutenção de uma ferrovia, porto, aeroporto e estradas.
- Também muito comum em todo o mundo é a construção de presídios e a entrega a empresas das operações de serviços de limpeza, manutenção predial, alimentação, ficando o governo encarregado das atividades-fim desses presídios, como o serviço de vigilância, controle e escolta da comunidade carcerária.
- No Brasil, como em outros países, também são usuais a construção e operação de linhas de metrô por empresas privadas.

14

Veremos com mais detalhes a estruturação de uma PPP, mas cabe adiantar que a legislação brasileira tem uma visão diferente do conceito mundial e considera como sendo PPP apenas os casos em que os projetos têm viabilidade econômico-social, mas não têm viabilidade econômico-financeira.

Na prática, significa dizer que o governo brasileiro só financia e subsidia aquelas que se mostram inviáveis sob o ponto de vista financeiro mas que são essenciais para a população e o país. As PPP são divididas em dois grupos distintos:

- **Pratrocinadas** - em que o parceiro privado obtém sua remuneração mediante cobrança de tarifas e subsídios estatais;
- **Administrativas** - nas quais a remuneração do parceiro privado é paga integralmente pelo governo.





15

## 5 – CASOS

A seguir, são apresentados casos recentes de PPPs e *Project Finances*, no Brasil e em Angola – que, segundo estudo da Consultoria Ernst & Young, tornou-se o quarto maior destino de investimento estrangeiro direto na África, em boa parte por conta de negócios de empresas brasileiras naquele país. A leitura dos exemplos é importante à medida que mostra situações reais que facilitam o entendimento da teoria até aqui apresentada.

Caso 1

Caso 2

Caso 3

### Galvão Engenharia entra na disputa pela PPP da Tamoios

São Paulo - Revista Exame – 18/06/2014

O Grupo Galvão Engenharia vai disputar a Parceria Público Privada (PPP) da Nova Tamoios, cujas propostas deverão ser entregues nesta quarta-feira, 18. A empresa confirmou a informação, mas não disse se participará da concorrência sozinha ou em consórcio. Ela deve disputar o projeto com pelo menos mais um interessado conhecido: o consórcio formado por EcoRodovias, Odebrecht TransPort e Serveng.

Entre as candidatas a também apresentar propostas estão Arteris, CCR, Invepar e Triunfo, que confirmaram estar estudando o projeto. Ao Credit Suisse, a Agência de Transporte do Estado de São Paulo (Artesp) sinalizou, meses atrás, que esperava a participação de, pelo menos, quatro grupos na concorrência, segundo informou a instituição em relatório.

Trinta empresas demonstraram interesse no projeto e fizeram visitas técnicas na rodovia, incluindo algumas que normalmente não participam de concessões, mas prestam serviços às concessionárias. As propostas dos interessados que serão entregues à Artesp devem conter documentos de garantia de proposta, habilitação, metodologia de execução, proposta comercial e plano de negócios. Vence a disputa quem exigir a menor contraprestação anual do governo paulista. O valor máximo é de R\$ 156,8 milhões.

Os valores propostos pelos interessados não serão conhecidos hoje. Na sessão pública, serão abertos apenas os envelopes com as garantias da proposta. A PPP da Tamoios prevê a implantação de três praças de pedágio, sendo duas no trecho de planalto (km 15,7 e km 56,6) e uma no Contorno de

Caraguatatuba.

O valor da tarifa quilométrica de pista simples está estipulado em R\$ 0,077. Já os trechos de pista dupla foram fixados em R\$ 0,108 por quilômetro. Só haverá cobrança a partir do segundo ano de contrato, condicionada à conclusão de 6% das obras de duplicação do trecho de serra e de serviços como restauração da sinalização.

A obra contempla 12,6 quilômetros de túneis e 2,5 quilômetros de viadutos. Serão cinco túneis, sendo o mais extenso com 3.675 metros - o maior do País. A obra da Tamoios, que liga o Vale do Paraíba ao litoral Norte paulista, é de tal complexidade que vem sendo comparada à pista descendente da Rodovia dos Imigrantes, administrada pela EcoRodovias.

Os investimentos somente na duplicação do trecho de serra da Tamoios somam R\$ 2,9 bilhões. Outro R\$ 1 bilhão será aplicado ao longo dos 30 anos do contrato de concessão. A concessão contempla um aporte de recursos por parte do Estado de R\$ 2,1 bilhões nos primeiros cinco anos.

Por isso a concessionária deve ser responsável pelos R\$ 800 milhões restantes. Como o BNDES deve financiar entre 60% e 70% desse valor, o capital próprio exigido ficará entre R\$ 240 milhões e R\$ 320 milhões, estimou o Credit Suisse. As informações são do jornal O Estado de S. Paulo.

### **Mina na Bahia tem '*project finance*' puro**

Valor Econômico – 11.08.2014

Era 1998 quando Ubiratan Moura deixou Salvador e voltou a Maracás (BA), sua cidade natal, movido pela esperança de trabalhar em uma mina que, contava seu pai, seria aberta ali.

O projeto demorou a vingar e Moura passou os anos seguintes ganhando a vida como transportador de melancias até que, em 2010, a Vanádio de Maracás começou a sair do papel. A companhia vai investir na produção de vanádio, minério com alta resistência a choques e à corrosão.

"Há muito tempo se ouvia falar no projeto de uma mina. Descobriram o minério nos anos 70 e meu pai trabalhou na geofísica e sempre falava que um dia as coisas iam acontecer", afirma Moura, que hoje trabalha no laboratório da Vanádio de Maracás. "Muita gente desistiu, mas deu certo."

Controlada pela canadense Largo Resources, a Vanádio de Maracás foi erguida a partir de uma estrutura de financiamento complexa e pouco comum no Brasil: o *project finance* "puro". Nessa modalidade, os riscos de implantação são isolados no projeto e, em caso de inadimplência ou não conclusão das obras, não se pode recorrer aos acionistas.

A essência do *project finance* - modelo de financiamento usado para viabilizar obras de infraestrutura - é que o pagamento da dívida venha do fluxo de caixa futuro do projeto em construção. A ideia é que os riscos fiquem limitados à sociedade de propósito específico criada para abrigar a operação. Na prática, porém, o que se vê no mercado brasileiro é um modelo híbrido, em que os acionistas oferecem garantias bancárias de forma a reduzir custos.

Estruturas como a da Vanádio de Maracás, sem possibilidade de recurso aos acionistas, representam menos de 10% do total de operações de *project finance* no Brasil, estimam executivos de bancos que atuam na área. A expectativa, porém, é que a prática se torne mais frequente à medida que se esgotarem as fontes tradicionais de financiamento ao setor.

Embora seja mais caro, o grande atrativo desse modelo é que ele não afeta os limites de crédito das companhias. Num momento em que grandes grupos têm investido em vários projetos de infraestrutura, limitar riscos e evitar dívidas adicionais podem ser medidas necessárias.

No caso da mineradora, o que permitiu que a operação fosse fechada dessa forma foi um colchão de garantias que permite o acesso dos credores aos recursos oriundos da operação.

"Se não fossem as garantias oferecidas aos bancos e se o projeto da empresa não estivesse bem elaborado, esse modelo não teria sido possível", diz Gabriela Denadai, superintendente de *project finance* do Itaú BBA para mineração e indústria.

A instituição foi responsável por estruturar a transação, que partiu praticamente do zero para levantar os US\$ 275 milhões necessários ao projeto. A Largo Resources, fundada em meados 2000 pelo canadense Mark Brennan, não tinha capital para bancá-lo. Listada como companhia pré-operacional, havia investido na compra de direitos minerários ao redor do mundo - inclusive em Maracás - os US\$ 20 milhões captados na Bolsa de Valores de Toronto.

Para contornar a limitação, a Largo costurou um aporte de fundos de investimento, que lhe permitiu entrar com US\$ 110 milhões de capital próprio no projeto. Os US\$ 165 milhões restantes vieram de empréstimos tomados sobretudo junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e garantidos por Itaú BBA, Banco Votorantim e Bradesco BBI.

Dois fatores foram cruciais para se chegar a uma estrutura em que os riscos da fase de construção fossem limitados ao próprio projeto, afirma Gabriela. O primeiro é um contrato de venda de 100% da produção para a Glencore Xstrata por seis anos. O segundo é um conjunto de contragarantias - como máquinas, ações e direitos minerários - oferecidas aos bancos.

O financiamento também foi atrelado a exigências socioambientais, como a destinação adequada dos rejeitos do processo de mineração e o reflorestamento da vegetação típica da caatinga.

A Vanádio de Maracás foi inaugurada oficialmente no fim de maio com a expectativa de produzir 800 toneladas por mês.

O modelo de financiamento adotado pela mineradora, com proteção dos acionistas, também tem sido usado em projetos de energia eólica. São casos em que os contratos são bem estruturados e demandam baixo volume de investimentos.

"Não se vê esse desenho em obras de grandes volumes. Para isso, precisaria haver mais bancos atuando", diz Mauro Albuquerque, superintendente-executivo de *project finance* do Santander. Segundo ele, o banco tem atuado dessa maneira em alguns empreendimentos de energia. A expectativa de Albuquerque é que, nos próximos cinco anos, o *project finance* "puro" ganhe espaço e chegue a um patamar de 20% a 25% do total de operações.

Como não se trata de uma solução aplicável a todos os casos, nem mesmo em mercados mais maduros, alguns bancos têm apostado suas fichas em uma solução mais simples. A saída encontrada por eles não usa crédito corporativo, mas também não isenta totalmente os acionistas de bancar riscos da operação.

São os chamados acordos de suporte dos acionistas (ESA, na sigla em inglês). Esse instrumento define em quais circunstâncias específicas a empresa tem de colocar mais dinheiro no projeto. É diferente de um aval, com o qual a companhia pode ser acionada em qualquer situação em que haja necessidade de mais recursos.

"O ESA é um recurso para situações em que há mais incertezas", observa o chefe de mercados de capitais e renda fixa do BTG Pactual, Daniel Vaz. "Se a empresa tiver que dar aval para tudo, chega um momento em que pesa no rating."

Quase inexistente há três anos, o ESA tem sido usado em um número crescente de contratos. "Os bancos aos poucos vão ficando mais confortáveis e conhecendo melhor os riscos desse instrumento", afirma Vaz. Segundo ele, o BTG já adotou esse recurso em dois projetos de energia e tem outras operações em desenvolvimento.

A adoção do ESA também é vista como uma tendência por Rui Gomes, responsável pela área de *project*

*finance* do Bradesco BBI.

Para Gomes, a necessidade crescente de investimentos em infraestrutura vai levar a um aprimoramento do mercado de *project finance* no Brasil, tornando-o mais próximo das práticas internacionais. A contratação de seguro-garantia, a elaboração dos contratos com mais clareza sobre a alocação de riscos e adoção de consultorias especializadas são temas que, segundo ele, terão de ser debatidos nos próximos anos. "Mas é uma agenda que interessa a todos. Estamos muito otimistas."

### **Executivo vê parcerias público–privadas como opção**

AnoNotícias Angola – 11.07.2011 - Fonte: O País

As parcerias público-privadas (PPP) “não devem ser consideradas como representando um milagre nem, na verdade, uma rápida correcção de infra-estrutura e desenvolvimento de serviço” – as palavras são do Ministro do Urbanismo e Construção, Fernando Fonseca, e foram proferidas na intervenção que fez na abertura da conferência “O Financiamento Privado de Infra-estruturas em Angola”, promovida pela KPMG e pela Moove Consulting, que teve lugar esta semana em Luanda. Para Fernando Fonseca as PPP são “uma opção entre um leque de ferramentas possíveis”, a qual deve, no entanto, ser aplicada “apenas quando a situação e as características do projecto permitirem e onde claramente as vantagens e os benefícios podem ser demonstrados”.

No entanto, o titular da pasta do Urbanismo e Construção considerou que o facto de se tomarem em consideração as PPP “não deve prejudicar outras opções, incluindo o modelo mais tradicional”. Fernando Fonseca chamou a atenção para as (más) experiências vividas por alguns países, onde “os resultados obtidos não atingiram o sucesso esperado e que já amargam os prejuízos decorrentes da in experiência”.

As PPP estão prestes a ser regulamentadas no normativo nacional, garantiu, por seu turno, Mário Rui Pires, director do Gabinete Técnico de Apoio às PPP do Ministério da Economia, o que dá sequência célere à publicação da Lei no 2, de 14 de Janeiro deste ano, que estabelece as normas gerais a que devem obedecer. Mário Rui Pires considerou ainda que o Fundo de Garantia de risco, criado pelo Executivo no âmbito das PPP vai acabar por “funcionar como elemento de conforto e, ao mesmo tempo, de pressão para haver uma organização orçamental mais eficiente”. O que significa que o Executivo angolano as encara como uma forma de concretizar ou acelerar a realização de projectos indispensáveis no plano das infra-estruturas.

O ministro do Urbanismo e Construção elencou algumas das vantagens deste tipo de contrato, celebrado entre o sector público e o sector privado, consagrando a constituição de parcerias com vista à realização de investimentos de grande porte: alongam o prazo de pagamento, conferem maior rapidez à execução dos projectos, reduzem os custos no respectivo ciclo de vida, optimizam a afectação do risco, melhoram potencialmente a qualidade dos serviços prestados e libertam o Estado da gestão dos projectos contratados, permitindo-lhe actuar como regulador e centrar-se “sobre o acompanhamento e desempenho do serviço em vez do acompanhamento da gestão do dia-a-dia até à entrega do serviço”.

Uma das formas de financiamento das PPP é o *Project Finance*, o que não significa que não possam ser

desenvolvidas PPP sem o recurso ao *Project Finance*, que é o caso quando a PPP se traduz numa parceria entre entidades públicas e privadas sem recurso a financiamento, ou quando a captação deste último assenta em garantias reais ou pessoais relacionadas com os promotores. Mas afinal o que é o *Project Finance*? Trata-se de um processo de financiamento de um determinado projecto, geralmente empreendimentos com características infraestruturais, em que o reembolso é garantido exclusivamente pelos fluxos financeiros (*cash-flow*) gerados pelo próprio projecto.

O que pensam os bancos

Representantes do Banco Millennium Angola, Banco Privado Atlântico (BPA) Europa, Standard Bank Angola, Banco Africano de Investimentos (BAI), Banco Espírito Santo Angola (BESA) e Banco Quantum deram testemunho a respeito da actuação das suas instituições no domínio do Project Finance e das PPP no nosso país. Estão a olhar para as oportunidades de mercado numa perspectiva sectorial, elegendo áreas preferenciais ou a estudar os projectos caso a caso? Tem a banca angolana capacidade de captação de recursos (*funding*) para ocorrer a investimentos da envergadura dos envolvidos nas PPP? É indispensável a existência de um Fundo de Garantia que viabilize a captação de recursos ao minimizar os riscos associados aos projectos desenvolvidos numa lógica de PPP? Como se repartem os riscos associados aos projectos, designadamente os riscos cambiais, o risco da taxa de juro, o risco inflação, como ainda o risco ligado ao repatriamento de capitais? Qual, ainda, a articulação das PPP e do *Project Finance* com a nova lei que regula o investimento privado? Como é que o mercado financeiro irá, afinal, absorver toda esta panóplia de riscos?

Conceição Lucas, administradora do BPA Europa revelou que a sua instituição está a dar uma atenção especial ao sector energético, adiantando que detém “um organismo não financeiro que participa já em parcerias noutros sectores”, participações essas que se encontram agrupadas na holding VISTA. O CEO do Millennium Angola, Reino da Costa, sublinhou que a banca de investimento pode actuar em dois níveis no que respeita ao *Project Finance* e às PPP (através da consultoria financeira e do financiamento propriamente dito), lembrando que o Millennium e o Atlântico ajudaram a estruturar o projecto para a Baía de Luanda, no fundo o primeiro caso de sucesso de uma parceria público-privada em Angola.

Também o Banco Quantum, representado pelo seu CEO, Marcel Kruse já se encontra, na prática, a “desenvolver duas ou três PPP em Angola”, não na forma tipificada na Lei mas que envolvem os sectores público e privado. O BAI, Banco Africano de Investimentos, prefere a análise de cada projecto em particular à abordagem sectorial, o que passa pela análise do respectivo perfil e do risco nele implicado, referiu o CEO da maior instituição financeira nacional, Alexandre Correia. O BAI, adiantou, encontra-se num processo de constituição como “grupo financeiro de facto, englobando uma holding e várias sub-holdings vocacionadas para diferentes tipos de investimento”.

No caso do BESA ainda não há, em matéria de *Project Finance* e PPP “uma meta definida mas estamos a estudá-la”, revelou António Ferreira Pinto, director da instituição. O BESA quer utilizar a sua experiência internacional no plano nacional mas adverte que se tratam “de recursos avultados com uma maturidade de, por vezes, 20 anos”, o que obriga à avaliação dos balanços e dos activos com vista à captação de *funding*. Para António Ferreira Pinto “dadas as restrições cambiais existentes deveria ser pensado o financiamento em kwanzas, salvaguardando-se uma protecção face ao dólar. Considerou ainda necessário o recurso a mecanismos inerentes aos produtos derivados e, a médio e longo prazo, a

mecanismos que possam cobrir os riscos identificáveis.

16

## RESUMO

A utilização do instrumento de *Project Finance* remonta os tempos do Império Romano, nos negócios de importação e exportação entre Roma e suas colônias, na construção de estradas de ferro nos Estados Unidos entre os anos 1840 e 1870 e, mais recentemente, nos anos 1930, no financiamento da exploração de campos de petróleo também naquele país.

No mundo, passou a ser usado mais intensivamente a partir de 1960 e no Brasil começou a ganhar força na década de 1990 com a abertura de mercado, estabilização da economia e redução do papel do Estado na economia, com o processo de privatizações de empresas.

O *Project Finance* pode ser definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual o fluxo de caixa vindo do projeto é a fonte para pagamento dos financiamentos e para a geração de retomo sobre o capital investido no projeto.

O *Project Finance* difere de financiamentos comuns (*Corporate Finances*). Enquanto no primeiro a estrutura de empréstimo é baseada nos fluxos de caixa do projeto, no segundo é baseada na capacidade de endividamento da empresa e nos seus respectivos fluxos de caixa.

Em *Project Finance*, há uma separação do projeto dos demais negócios do patrocinador, inclusive com a criação de uma nova empresa denominada Sociedade de Propósito Específico (SPE).

Essa e uma série de outras questões mostram o alto grau de complexidade e de elevados custos do instrumento.

A maioria dos *Project Finances* ocorrem por meio de parceria público-privadas, também conhecida por PPP e, basicamente, referem-se a investimentos em infraestrutura.

## UNIDADE 2 – CONCEITOS BÁSICOS MÓDULO 2 – INSTRUMENTOS DE AVALIAÇÃO

01

### 1 - DECISÃO DE FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO

Antes de entrarmos diretamente em aspectos do *Project Finance* é importante lembrarmos alguns conceitos fundamentais. Primeiramente tratamos de duas importantes decisões que fazem parte do cotidiano das empresas: as decisões financeiras de investimento e de financiamento.

Considerando o fato de que os recursos são escassos e que a empresa deve maximizar a riqueza de seus acionistas, faz-se necessária a identificação, avaliação e seleção de alternativas de aplicações de

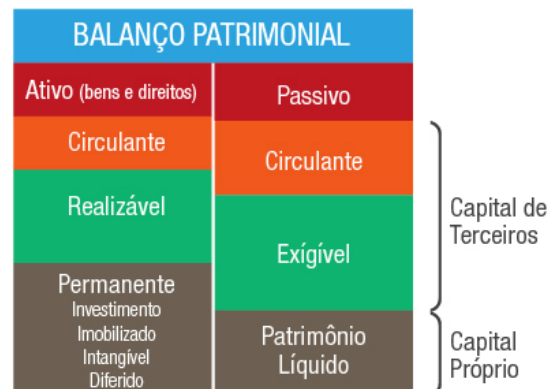
recursos que proporcionem o maior retorno possível, processo denominado “**decisão de investimentos**”.

Os investimentos (projetos) podem se referir à: construção e/ou ampliação de uma fábrica, desenvolvimento de novos produtos, entrada em novo mercado ou novo negócio – por vezes totalmente diferente do ramo de atuação da empresa-, reposição e modernização de ativos fixos (equipamentos, instalações, etc.), construção de uma unidade independente de geração de energia ou mesmo a aquisição de outras empresas.



02

Traduzindo para o campo da contabilidade, estamos falando do ATIVO do Balanço Patrimonial da empresa. Por outro lado, toda ação de investimentos envolve uma **decisão de financiamento**, ou seja, envolve a seleção das fontes de recursos (capital) a serem utilizadas para “banciar” os investimentos. Leva-se em conta a adequação dos custos destas fontes à capacidade de geração de resultados – o PASSIVO do Balanço Patrimonial.



Sobre financiamento, Damodaran em seu livro Corporate Finance, destaca que há, fundamentalmente, dois tipos ou fontes de financiamento de projetos (investimentos). A primeira dessas fontes é externa, oriunda de terceiros por meio de empréstimos. A segunda fonte é o financiamento interno e tem por característica pertencer aos sócios proprietários e acionistas.



Em se tratando de *Project Finances*, essas decisões assumem importância ainda maior, dada a magnitude dos valores envolvidos e grande quantidade de *stakeholders*.

03

## 2 - ELEMENTOS PARA A ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

Alguns elementos são essenciais para se proceder à análise de investimentos de um projeto sob o ponto de vista econômico-financeiro

- **Investimento Inicial**

O primeiro dos elementos é o investimento inicial, ou seja, o montante necessário para as aquisições de bens permanentes (prédios, terrenos, maquinário e equipamentos, dentre outros), chamado de investimento fixo. Associado a esse investimento fixo está o investimento em capital de giro, montante de recursos destinado a cobrir as despesas que a empresa terá com os investimentos realizados.

- **Fluxo de Caixa**

De maneira geral, o fluxo de caixa representa o resultado futuro esperado dos projetos de investimento. É obtido a partir da projeção de receitas (entradas) e despesas (saídas) futuras.

A lógica de avaliação de projetos de investimentos com base nos fluxos de caixa (trazidos a valor presente) – visão financeira e não no lucro (regime de competência) – visão contábil, deve-se a uma necessidade econômica. O regime de caixa melhor evidencia a capacidade de pagamento da empresa, o potencial de remuneração dos acionistas e a programação dos reinvestimentos.

04

As técnicas de avaliação de investimentos são aplicadas com base nestes fluxos operacionais líquidos de caixa e seu dimensionamento é considerado como um dos aspectos mais importante da análise de um Project Finance. A segurança quanto aos resultados projetados de um investimento é bastante dependente do rigor e confiabilidade com que são estimados tais fluxos.

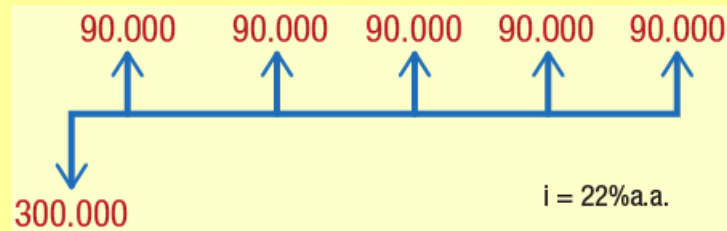
Os fluxos de caixa são expressos por meio de uma representação gráfica, denominada diagrama de capital no tempo ou fluxo de caixa, que facilita o entendimento e análise dos investimentos. As saídas de recursos financeiros são representadas pelas setas para baixo e as entradas de recursos pelas setas para cima.



Exemplo

A empresa PCE S.A. deseja investir no aumento do seu parque instalado e para tanto aloca \$300.000 na

aquisição de máquinas e equipamentos novos. A perspectiva é que a nova planta gere um fluxo de caixa adicional anual de \$90.000 para os próximos 5 anos (líquido entre entradas e saídas), período em que a taxa média mínima de atratividade girará em torno de 22% ao ano.



Para efeito de análise de investimentos, os fluxos de caixa sempre são considerados em termos líquidos (entradas – saídas) e em bases incrementais.

05

#### • Taxa Mínima de Atratividade (TMA)

Refere-se à taxa mínima de retorno exigida ou requerida para um projeto de investimento. Essa taxa possui várias outras denominações como taxa de desconto, taxa de retorno esperado, rentabilidade mínima, custo de capital ou custo de oportunidade.

Esta é a taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros a valor presente, e como parâmetro de comparação com a taxa interna de retorno (TIR) gerada pelo projeto - técnicas de análise que discutiremos logo a frente.

Qual a taxa mínima que os sócios ou acionistas devem exigir para seus recursos? A resposta a esta pergunta representa uma das maiores dificuldades no processo de análise de um projeto de investimento, tanto para os proponentes dos projetos quanto para bancos e outras partes interessadas.

Para empreendedores individuais e micro e pequenos empresários, o rendimento das cadernetas de poupança poderia servir como parâmetro mínimo. Já para outras empresas, o parâmetro poderia ser a taxa dos títulos pagos pelo governo.

Contudo, para as grandes corporações, grandes projetos como aqueles que utilizam o instrumento *Project Finance*, a definição da TMA é mais complexa. Nestes casos, deve-se levar em consideração não apenas as taxas de remuneração do capital, como CDBs ou o custo médio de capital (WACC), mas também as taxas para remunerar o risco envolvido, metodologia conhecida pela sigla CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) - em português, “Modelo de Precificação de Ativos Financeiros”.

#### CDB

Certificados de depósitos bancários são títulos emitidos pelos bancos que pagam, em períodos definidos, uma remuneração ao investidor.

06

O custo médio ponderado de capital (CMPC), ou seu equivalente em inglês weighted average cost of capital (WACC), reflete a política de utilização de diferentes fontes de capital do projeto. O WACC é obtido pela ponderação do custo de cada uma dessas fontes de financiamento (K) e sua respectiva participação no capital total.

$$\text{WACC} = (\% \text{Capital de terceiros} \times K_i \text{ líquido de IR}) + (\% \text{Capital Próprio} \times K_e)$$

$K_i$  = Custo do Financiamento Líquido do Imposto de Renda

$K_e$  = Custo do Capital Próprio

Exemplo Cálculo WACC

Capital Total da Empresa: \$ 40.000 (100%)

Capital Próprio: \$ 30.000 (75%)

Empréstimo: \$ 10.000 (25%)

Custo Empréstimo ( $K_i$ ): 6% ao ano

Taxa Mínima Exigida pelo Acionista ( $K_e$ ): 20% ao ano

Alíquota IR: 25%

$$\text{WACC} = (\% \text{Capital de terceiros} \times K_i \text{ líquido de IR}) + (\% \text{Capital Próprio} \times K_e)$$

$$\text{WACC} = (25\% \times (6\% \times 75\%)) + (75\% \times 20\%)$$

$$\text{WACC} = (25\% \times 4,5\%) + (75\% \times 20\%)$$

$$\text{WACC} = (1,13\% + 15,0\%)$$

$$\text{WACC} = 16,13\%$$

#### • Vida Útil de um Projeto

Este elemento refere-se ao horizonte de avaliação do investimento, que pode ser definido em função da característica de cada projeto.

No caso de um investimento que tenha como objetivo a substituição de máquinas para a produção de um bem, a definição do horizonte deste projeto pode dar-se pela vida útil destas máquinas, seja pela previsão do desgaste físico, obsolescência tecnológica ou depreciação legal das mesmas, ciclo de vida do produto.

Estes aspectos ajudam a estimar o prazo de alguns projetos, mas em muitos casos não é suficiente. Como definir, por exemplo, o prazo mínimo para um projeto de infraestrutura, como a construção de uma hidrelétrica? Este prazo pode variar em função de muitas variáveis controláveis e não controláveis. No caso de um *Project Finance* muitos estudos e um grande esforço serão necessários para a definição de sua vida útil.

07


### 3 - TÉCNICAS DE ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

Estimados o investimento inicial, os fluxos de caixa futuros incrementais líquidos e definida a taxa mínima de atratividade, chega o momento da análise de viabilidade de um projeto. Valor Presente

Líquido (VPL), Taxa Interna de Retorno (TIR) e Payback são algumas das mais utilizadas técnicas de avaliação de investimentos.

Importante registrar que tais técnicas são válidas tanto para pequenos projetos ou empresas como para grandes empresas e grandes projetos como aqueles operacionalizados via Project Finance, conforme exemplos a seguir:

Exemplo 1 Exemplo 2 Exemplo 3



Petrobras 2015

### Processo de Decisão de Investimentos - Projetos

- ✓ Procedimentos aprovados pela Diretoria Executiva da Petrobras, como desdobramento da política de Disciplina de Capital :
  - Sistemática de Aprovação, Acompanhamento e Reavaliação de Projetos de Investimento
  - Manual de Análise Empresarial de Projetos de Investimento
- ✓ Todos os projetos são avaliados pelo método do fluxo de caixa descontado. O Valor Presente Líquido deve ser positivo, descontado a uma taxa que reflete o custo médio ponderado de capital da Petrobras para o nível de risco do negócio/país.
- ✓ Todos os projetos são avaliados economicamente utilizando-se critérios de robustez definidos para cada atividade da Companhia. A avaliação do projeto também inclui análises de sensibilidade, de cenários e, quando recomendável, análise de risco quantitativa dos indicadores econômicos.

**Breezes** Búzios

Oportunidade de Investimento   Como Funciona   A Cidade   Conheça o Breezes Búzios   Unidades Hoteleiras   Preços e Pré-Reserva   Acompanhe a Obra   Time de Profissionais   FAQ   Fale Conosco

**Oportunidade de Investimento**

**A oportunidade de investir em Búzios.**

O estudo desenvolvido pela BSH Travel Research, empresa de pesquisas no mercado hoteleiro, indica uma demanda impressionante em Búzios. Há necessidade do local dispor de hotéis resort de dimensões e padrões internacionais. A curva do crescimento turístico também é acentuada, devido à sua localização, próxima aos principais centros de concentração econômica do País. A infraestrutura da cidade é completa e atende plenamente às necessidades dos turistas. E segundo dados da Embratur, Búzios é o sétimo destino mais visitado por turistas estrangeiros.



**Aproximadamente 14% de taxa interna de retorno\***

Veja mais 

**Hotelaria com foco em resultados:**

O Breezes Búzios foi criado para atender a uma demanda crescente de turistas de lazer e negócios, carentes de hospedagem diferenciada que ofereça conforto e serviços de qualidade.

\* Fonte: Estimativa da BSH International

**CATHO** Login ?

Candidatos > Buscar vagas > Analista de Project Finance > 9095838

**Analista de Project Finance - São Paulo / SP**

**Dados da Vaga**

Título	Analista de Project Finance
Data de entrada	Ter, 21/10/14
Quantidade	1 vaga
Descrição	Estruturação e análise de viabilidade financeira. Participação em estruturação de funding com Project Finance, FIPs (Fundos de Investimentos em Participações, Venture Capital e Private Equity), FIs, LCIs e CRIs. Estruturação de novos negócios, produtos financeiros e empreendimentos imobiliários. Fluxo de Caixa Livre Descontado (TIR, VPL, Payback, WACC, Ke, Kd, DCF), Valuation, Financiamento de Projetos através de Operações Estruturadas (Project Finance), BTS, BNDES, emissão de Debêntures e demais fontes de financiamento.
Observações	Ensino Superior. Benefícios: Assistência Médica / Medicina em grupo, Assistência Odontológica, Estacionamento, Participação nos lucros, Previdência privada, Seguro de vida em grupo, Tiquete-refeição Regime de contratação: CLT (Efetivo)
Faixa Salarial	A Combinar
Idiomas	Inglês - (Avançado)

08

- Valor Presente Líquido (VPL) ou Net Present Value (NPV)

É a diferença entre o valor presente das entradas de caixa (retornos) e o valor presente das saídas de caixa (dispêndios), descontados a uma taxa mínima de atratividade – TMA, menos o valor presente dos investimentos necessários. O VPL é expresso pela seguinte fórmula:

$$\text{VLP} = (\text{Investimento Inicial}) + \frac{FC_1}{(1+i)^1} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

Onde:

FC: Fluxo de caixa líquido incremental no período 1, 2, ....

i: taxa de desconto (TMA)

n: período

Para efeito de avaliação, se o projeto tiver um valor presente líquido maior do que seu custo (VPL positivo), significa dizer que o projeto remunera a uma taxa igual ou maior que o WACC (custo de capital, taxa mínima de atratividade). Em outras palavras, o investimento realizado gera recursos suficientes para pagar despesas da dívida contraída, remunerar os sócios e acionistas do projeto e, portanto, é viável financeiramente e deve ser aceito. Caso contrário (VPL negativo), o projeto é considerado inviável financeiramente e deve ser rejeitado.

09

#### • Taxa Interna de Retorno (TIR) ou Internal Rate of Return (IRR)

A análise de viabilidade financeira de um projeto pelo VPL deve ser complementada pelo método da Taxa Interna de Retorno.

A TIR é a taxa que, aplicada como taxa de desconto dos fluxos de caixa (como se fosse a TMA), faz com que o VPL seja igual a “zero”. Ou seja, se a TIR é maior que a TMA, significa que o investimento é viável, que o retorno do projeto é maior que aquele exigido pelo acionista. Se a TIR é menor que a TMA, o investimento não é economicamente atrativo pois seu retorno é menor que aquele exigido pelo acionista.

Por fim, se a TIR é igual a TMA, o projeto é indiferente quando compara a outra alternativa de alocação de capital.

#### • Payback – Prazo de Retorno

O método do Payback corresponde ao tempo necessário para que um investimento gere fluxos de caixa suficientes para recuperar o seu investimento inicial (capital investido).

Um investimento é aceito se seu período de retorno calculado for menor do que algum número predeterminado de anos. É um tipo de medida de “ponto de equilíbrio”.

10

## 4 - CRIAÇÃO DE VALOR AO AÇIONISTA

A metodologia do Valor Econômico Criado (VEC), que mensura a criação de valor ao acionista é uma forma mundialmente conhecida de avaliar o desempenho econômico-financeiro do planejamento estratégico das empresas, de empreendimentos como os *Project Finances* e o retorno dos acionistas.

O VEC fundamenta-se nos princípios das Finanças Corporativas, utilizando o conceito de Lucro Residual (*Residual Income*) ou Lucro Econômico. De forma resumida, *Residual Income* corresponde aos ganhos líquidos menos os juros exigidos (taxa mínima de atratividade) sobre o capital investido.

A medida “Valor Econômico Adicionado ou Agregado”, mais conhecido como EVA® (*Economic Value Added*) também tem por base tal conceit

Um modelo de gestão eficiente deve pautar-se no resultado econômico e não no resultado contábil ou financeiro e os *Project Finances* não fogem a regra.

Esse modelo de gestão econômica tem como base o resultado econômico, cuja principal premissa é a avaliação do resultado em função do custo de oportunidade.

Os conceitos que fundamentam tal modelo atribuem à organização, ou a suas partes, produtos, ou *Project Finances*, o valor econômico de mercado e nunca o valor atrelado a princípios contábeis.

11

- **Custo de Oportunidade e a criação de valor** O custo de oportunidade reflete o sacrifício de remuneração por ter aplicado seus recursos numa alternativa em detrimento de outra. André Moura Cintra Goulart, no artigo “Custo de oportunidade: oculto na contabilidade, nebuloso na mente dos contadores”, publicado em dezembro/2002, na revista “Contabilidade e Finanças” (FEA/USP), cita uma expressão em inglês que diz o seguinte:

***"If you get something, you generally have to give up something".***

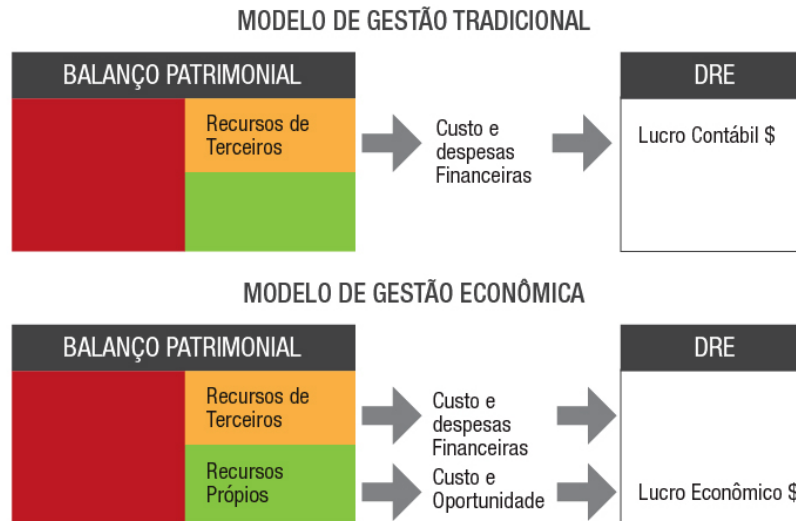
Ou seja, se você escolhe algo, se você obtém algo, normalmente terá que abandonar algo. E isso que é “desistido”, sacrificado ou do que se abre mão, refere-se, exatamente, ao custo de oportunidade.

O custo de oportunidade deve ser aplicado aos recursos investidos pelos sócios/acionistas com base na lógica de que eles investem seu capital em alguma empresa ou projeto esperando que sejam remunerados de acordo com suas expectativas.

12

No modelo tradicional só considera-se o custo contábil e financeiro, correspondente aos custos e despesas pagas a terceiros.





Um *Project Finance* é considerado como criador de valor quando é capaz de oferecer aos seus proprietários, sócios ou acionistas, detentores dos recursos próprios contabilizados no patrimônio líquido, uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos (custo de oportunidade). Em outras palavras, a criação de valor ocorre quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos credores (terceiros) e pelos acionistas (próprio).

**13**

• **Mas como saber ou medir se o projeto está criando valor?**

A geração de lucro contábil não significa dizer que o Project Finance esteja agregando valor. Pelo contrário, em muitos casos, a existência de lucro pode mascarar uma situação de destruição de valor para os sócios e investidores. Ou seja, o lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, consequentemente, a atratividade de um empreendimento.

Dentre os indicadores contábeis vinculados aos objetivos de longo prazo, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL), já estudado por vocês, é um dos mais utilizados.

Na definição da meta deste indicador quando do processo de planejamento estratégico, os sócios/investidores estão expressando, de forma explícita, quanto desejam receber de remuneração ao final de um determinado período, pelo recurso alocado no negócio.

Se a relação entre o lucro contábil obtido e o patrimônio líquido for maior que o exigido pelos sócios, a empresa estará criando valor.

Por exemplo, vamos considerar a seguir, um projeto com os seguintes demonstrativos contábeis:

**14**

ATIVO		PASSIVO	
Caixa	1.000	Fornecedores	2.000
Estoque	5.000 (1000 x 5,00)	Empréstimo	5.000
Permanente	4.000		
		PL	
		Capital	3.000

DRE	
Receita Vendas (400 x 9,00)	3.600
CMV (400 x 5,00)	(2.000)
Lucro Bruto	1.600
Despesas Administrativas	(320)
Lucro Operacional	1.280
Despesas Financeiras	(500)
Lucros antes do I.R	780
Imposto de renda (30,0%)	(234)
Lucro Líquido	546

Pode-se observar que os sócios e investidores, também denominados SPONSERS, injetaram \$3.000 no projeto, que contribuíram para a geração de um lucro operacional de \$1.280.

Este lucro foi suficiente para remunerar todos os agentes envolvidos no projeto: as despesas financeiras, referente à remuneração dos recursos de terceiros (\$500) e os impostos relativo às exigência legais dos agentes governamentais.

O lucro líquido gerado pelo Project Finance de \$546 deverá ser suficiente para remunerar os sócios/acionistas. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL), proporcionado por este resultado, é de 18,2%.

$$\text{RSPL} = \frac{\text{LL}}{\text{PL}} = \frac{546}{3.000} = 18,2\%$$

15

Se a exigência de remuneração do capital por parte dos sponser for maior que 18,2%, por exemplo 20%, o lucro líquido não terá sido suficiente para remunerá-los.

Em contrapartida se os sócios/acionistas e investidores possuírem uma expectativa de remuneração de 15%, o valor atingido terá sido superior e ainda gerará valor a empresa. Ou seja, o resultado terá sido suficiente para remunerar bancos e demais instituições financeiras, governantes, sócios/acionistas e ainda terão “sobrado” recursos para serem reinvestidos ou distribuídos.

Portanto a comparação entre o indicador contábil RSPL planejado e o atingido evidencia criação de valor, mas ainda é incipiente para conhecer mais profundamente quanto está se criando e como se forma esta geração de valor.

	RSPL		
	PLANEJADO	REALIZADO	DIFERENÇA
Destruição de Valor	20%	18,5%	(1,8%)
Construção de Valor	15%	18,5%	3,2%

16

### • Valor Econômico Agregado

O Valor Econômico Agregado (VEA) ou *Economic Value Added* (EVA)<sup>®</sup> é a medida de criação de valor mais utilizada no mercado corporativo. A seguir, um exemplo de uso numa grande empresa.



#### Riscos de Investimento

A VIVO realiza durante a análise dos investimentos estimativas dos resultados previstos nos modelos de negócios, bem como mantém o constante acompanhamento dos investimentos e dos retornos que eles proporcionam, por meio de um padrão que considera o valor presente líquido de ativos e outros indicadores, como o EVA (*Economic Value Added*). Além disso, o planejamento é de longo prazo, considerando possíveis variações em decorrência de fatores internos e/ou externos.

#### Riscos de Crédito

Com relação aos clientes pós-pagos, mantém políticas de concessão de crédito baseadas em *Credit Scoring*. Além disso, acompanha ativamente o mercado e a concentração de volume financeiro em cada um dos bancos com os quais opera.

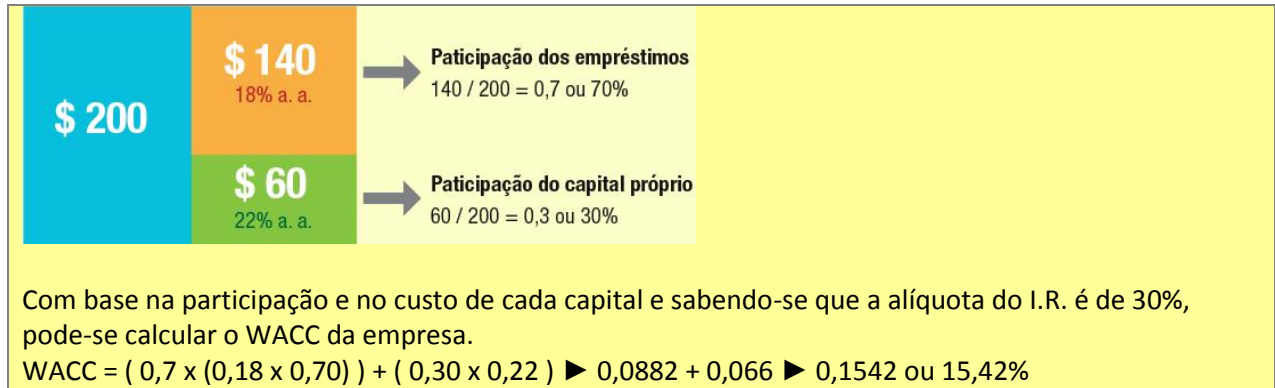
17

Assim como a comparação entre os RSPL's, o VEA pode ser entendida como o resultado apurado que excede à remuneração mínima exigida pelos sócios ou acionistas, que são os credores do capital próprio. O cálculo do VEA possui algumas particularidades:

- Conhecimento do custo total de capital da empresa
- Definição do retorno esperado pelos acionistas
- Conhecimento e relação entre o Balanço e a DRE

O conhecimento do custo total de uma empresa ou um projeto é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento, ponderado pela participação de cada tipo de capital no total. Esta metodologia já conhecida e discutida neste módulo é o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ou custo médio ponderado de capital. Exemplo:

A empresa Tudo e Nada Ltda. apresenta um balanço empresarial contendo passivo de \$140 composto por empréstimos bancários a uma taxa de juros de 18% ao ano e patrimônio líquido de \$60 cuja taxa exigida pelos sócios é de 22% ao ano, conforme a seguir:



18

O VEA de empresa ou projeto pode ser calculado de várias formas. A seguir, evidenciamos algumas delas:

**a) VEA ou EVA = LOPat - (WACC x Investimento)**

Onde:

LOPat – Lucro Operacional líquido de imposto de renda

WACC – Custo médio ponderado do capital (em \$)

Investimento – PL + Passivos Onerosos

Utilizando-se o exemplo anterior e sabendo-se que a DRE - Demonstração de Resultado do Exercício evidencia um lucro operacional de \$30, tem-se:

$$VEA = ( \$30 \times 0,70 ) - ( 0,1542 \times \$200 ) = (\$9,84)$$

Ou seja, o cálculo do valor econômico agregado indica que a empresa do exemplo anterior não apresenta performance operacional para remunerar suficientemente seus sócios/acionistas e, dessa maneira, não cria valor, mas sim, destrói \$ 9,84.

19

**b) VEA ou EVA = (RSPL Atingido - RSPL Exigido) x PL**

A segunda forma de cálculo, relaciona o Retorno sobre PL atingido com o esperado, multiplicando-se esta relação com o Patrimônio Líquido da empresa. Sabendo-se que o Lucro Líquido da empresa utilizada no exemplo anterior foi de \$3,36, tem-se:

$$VEA = (( 3,36 / \$60 ) - (0,22)) \times \$60 = (\$9,84)$$

A utilização da metodologia apresenta algumas vantagens. A primeira delas é que o seu resultado é evidenciado em termos monetários, portanto de fácil compreensão. Uma segunda vantagem é que o VEA informa diretamente a performance da empresa em relação a todos os stakeholders envolvidos nos

seus processos de gestão e operacionais e pode ser calculado nos diversos níveis da empresa (divisões, departamentos, linhas de produção, etc.). Por fim, o VEA também é capaz de revelar inúmeras outras oportunidades de ganhos econômicos, como, por exemplo, as provenientes de uma melhor gestão de risco e melhor estrutura de capital.

**20**

## RESUMO

As decisões de investimentos envolvem a identificação, avaliação e seleção de alternativas de aplicações de recursos que proporcionem o maior retorno possível. Tais decisões podem envolver substituição de ativos, ampliação da capacidade produtiva, redução de custos, lançamento de novos produtos, expansão para outros mercados, dentre outros. As decisões de financiamento referem-se à melhor escolha das fontes de recursos que “bancarão” os investimentos.

Para a avaliação das alternativas de investimentos são utilizadas diversas técnicas, como, por exemplo, o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR).

Por fim, revela-se importante o modelo de avaliação do desempenho baseado no resultado econômico e não no resultado contábil ou financeiro e o VEA (Valor Econômico Agregado), métrica de performance que evidencia se um negócio ou um *Project Finance* está criando ou destruindo valor de seus acionistas/*stakeholders*.

## UNIDADE 1 – CONCEITOS BÁSICOS

### MÓDULO 3 – *BUSINESS PLAN*

**01**

## 1 - A IMPORTÂNCIA DO PLANO DE NEGÓCIO

O Plano de Negócios ou *Business Plan (BP)* é um documento que torna tangível uma ideia ou um novo empreendimento que se queira iniciar.

É a visão do futuro de um novo negócio ou mesmo de um negócio ou empresa já existente, embora muitos gestores não compreendam isso.

O plano de negócios é um instrumento de planejamento que tem como objetivo descrever, de forma organizada, o empreendimento apresentando as principais variáveis envolvidas no negócio como a sua essência, estratégias, mercados-alvo, produtos e serviços a serem produzidos ou comercializados, projeções econômico-financeiras, análise de riscos, dentre outras.

Em conjunto com o orçamento, o BP se transforma em poderoso mecanismo de gestão e controle e serve como base para avaliações e eventuais correções de rumos.

Portanto, como instrumento de planejamento, é um documento vivo, devendo estar sempre atualizado para que, efetivamente, contribua para o atingimento dos objetivos de empreendedores.

O *Business Plan* também é utilizado como instrumento de apresentação do negócio a possíveis investidores, financiadores, parceiros, etc., cujas informações embasarão o processo de decisão quanto à aplicação de recursos no empreendimento/projeto.

Percebe-se, desta forma, a importância que os planos de negócios têm na constituição de *Project Finance*.

02

## 2 – ROTEIRO DE ELABORAÇÃO DE UM PLANO DE NEGÓCIOS

Apesar de não existir um formato padrão para o Plano de Negócios e apesar da diversidade de alternativas para sua elaboração, alguns tópicos são comuns em quaisquer modelos sugeridos:

- **Sumário executivo**
- **Histórico da empresa ou descrição do projeto**
- **Análise Estratégica**
- **Produtos/serviços**
- **Mercado**
- **Concorrência**
- **Plano de marketing**
- **Plano operacional**
- **Equipe de gestão**
- **Estágio de desenvolvimento**
- **Riscos**
- **Plano Financeiro**
- **Aspectos jurídicos**

No presente módulo, vamos conhecer, detalhadamente, as informações essenciais que devem constar em cada uma das seções de um *Business Plan*.

Na constituição de um *Project Finance*, o Plano de negócio assume maior importância pelo fato de ser o documento que apresenta o negócio ou empreendimento a um elevado número de *stakeholders*, razão pela qual devem ser dedicados todos os esforços na sua elaboração.

### Stakeholders

O termo *stakeholder* foi criado por um filósofo chamado Robert Edward Freeman. Termo em inglês, *stake* significa interesse, participação, risco e *holder* significa aquele que possui. É utilizado nas áreas de comunicação, administração e tecnologia da informação, cujo objetivo é designar as pessoas e grupos mais importantes para um planejamento estratégico ou plano de negócios, ou seja, as partes interessadas.

03

### a) Sumário Executivo

O sumário é o resumo do Plano de Negócios. Deve se limitar a poucas páginas e fornecer uma visão geral do projeto. Apesar de conciso, deve conter as informações mais relevantes que despertem a atenção de potenciais parceiros, financiadores ou investidores. É o sumário que será visto pelos grandes investidores, que a todo momento recebem propostas e que somente irão aprofundar a leitura e demais estudos se se convencerem da qualidade da proposta e de sua viabilidade.

### **b) Descrição do projeto ou empreendimento**

A descrição do projeto é a primeira seção propriamente dita do documento. Deve conter, de forma clara, todos os aspectos que justificam a necessidade/implementação do negócio e como o mesmo será desenvolvido.

Se o projeto é proposto por um empresa já existente ou um conjunto de empresas, todo o seu histórico deve ser demonstrado: fundação, sócios, origem, forma de organização, negócios onde atua, dados financeiros, etc. Ou seja, toda a informação que permita ter uma visão de quem está patrocinando o novo negócio.

Independente do proponente ser reconhecido, se o projeto referir-se a uma ideia/negócio inovador, deve ser apresentada toda a argumentação para sua implementação e para o seu êxito.

04

### **c) Análise Estratégica**

Na seção devem constar a missão do empreendimento/empresa, sua visão e objetivos futuros.

**Missão** é a própria razão da existência do negócio – refere-se à situação presente. Já a visão trata da ambição, do futuro – algo desafiador, mas atingível. Vejamos o como exemplo a missão da empresa Natura:

*“Nossa razão de ser é criar e comercializar produtos e serviços que promovam o bem-estar/estar bem”.*

**Visão:** “A Natura, por seu comportamento empresarial, pela qualidade das relações que estabelece e por seus produtos e serviços, será uma marca de expressão mundial, identificada com a comunidade das pessoas que se comprometem com a construção de um mundo melhor através da melhor relação consigo mesmas, com o outro, com a natureza da qual fazem parte, com o todo”.

**Análise:** Identificadas as principais características da empresa, o próximo passo é analisar os cenários interno e externo e identificar as suas forças e fraquezas para definir como a organização irá posicionar-se no mercado. Para tal, pode ser usada a ferramenta “Análise Swot”.



	Ajuda	Atrapalha
Interna (organização)	<b>S</b> Força	<b>W</b> Fraqueza
Externa (ambiente)	<b>O</b> Oportunidades	<b>T</b> Ameaças

A partir dessa análise é definida a estratégia e assim a base para a ação da empresa nos próximos anos e um guia para as demais seções do plano de negócio.

#### SWOT

Refere-se a uma metodologia / técnica de análise muito difundida no mercado em função da facilidade de compreensão e dos resultados práticos que fornece. A sigla SWOT é a síntese das seguintes palavras **S**trengths (pontos fortes), **W**eaknesses (pontos fracos), **O**pportunities (oportunidades) e **T**hreats (ameaças)

05

#### d) Produtos e serviços

Além da descrição, com todos os detalhes, dos produtos e serviços a serem ofertados/prestados, é fundamental desmonstrar as razões que explicariam a demanda pelos mesmos.

A decisão de adquirir um produto ou serviço baseia-se na necessidade e expectativa de atendimento de uma série de questões, com variados graus de importância.

Dentre as inúmeras variáveis e fatores de decisão levados em conta para aquisição de um produto ou serviço, destacam-se:

FATORES	Grau de Importância		
	ALTO	MÉDIO	BAIXO
Preço			
Qualidade			
Recursos			
Manutenção			
Acesso			
Garantia			
Distribuição			
Perfil do cliente			
Abordagem			
Publicidade			

06

### e) Mercado

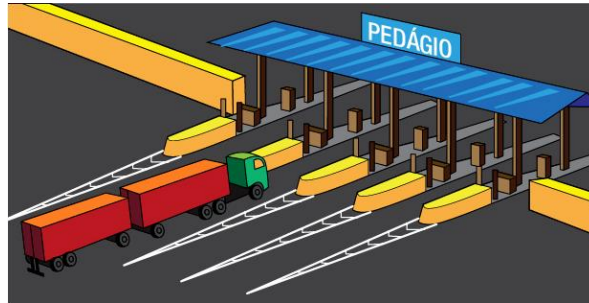
O mercado deve ser analisado sob alguns aspectos como: características, dimensão, segmentação, tendências, oportunidades. É importante descrever e analisar, de forma objetiva, o quão adequado a esse mercado está o empreendimento proposto; é primordial definir e identificar quais os segmentos de mercado a atingir, inclusive com sua magnitude demográfica, bem como conhecer, com a possível profundidade, o perfil dos consumidores, com o objetivo de mapear seus comportamento de consumo.

Por exemplo, em um *Project Finance* para construção/exploração de rodovia:

- Quem é o cliente: governo (federal, estadual), usuário da rodovia;
- Histórico: qual o número de veículos que transitaram pela rodovia nos últimos 3-5 anos;
- Taxa de crescimento: qual tamanho terá daqui a 5, 10 anos;- Taxa de crescimento: qual tamanho terá daqui a 5, 10 anos;
- Onde estão as oportunidades: rodovias federais, estaduais, outros trechos, estados;
- Processos de concessão: os processos de concessão das rodovias ocorrem por meio de licitação, ganha quem oferece o menor preço final ao usuário ou paga o maior valor ao governo, a concessão é somente para construção ou exploração dos serviços de manutenção/pedágios, quais os prazos da concessão;

07

Por fim, deve-se procurar descrever fatos relacionados à comercialização do produto ou serviço. Em se tratando de um produto novo, pode ser importante a realização de uma pesquisa. A pesquisa também pode ser feita para os casos de produtos já existentes. Nessa hipótese, podem ser avaliadas questões como forma e momento que o consumidor teve experiência com o produto ou serviço, o que o motivou a adquirir, frequência de uso ou aquisição, quantidade adquirida, local, tempo do processo de venda, etc.



No caso de *Project Finance* de rodovia, poderiam ser exploradas questões como período em que a estrada é mais usada, se é usada rotineiramente ou de forma esporádica, tipos de carga transportadas e pesos dos caminhões, preferência quanto à passagem pelos pedágios: atendimento pessoal em cabines, uso de dispositivos eletrônicos para liberação automática, carga/recarga de créditos de pedágio ou débito em conta ou cartões no momento do uso.

08

#### f) Concorrência

Nesta fase deve-se identificar e avaliar os concorrentes (atuais e futuros) que se enfrentará. Algumas das questões que devem ser consideradas nessa avaliação:

- pontos fortes e fracos
- histórico de atuação
- desempenho financeiro/operacional
- participação de mercado
- qualidade dos serviços/produtos
- preços praticados
- atendimento (pré e pós-venda)
- modelo de gestão e estrutura organizacional



A análise pode gerar algumas vantagens competitivas na hora de estruturar o modelo de negócio do empreendimento, seja para potencializar seus pontos fortes ou para neutralizar eventuais ameaças e desvantagens.

09

Concomitantemente, deve-se buscar estabelecer barreiras de entrada a estes concorrentes por meio, dentre outros, de:

- obtenção de patentes para produtos novos,
- estabelecimento de alto nível de especialização para gerar produtos de qualidade,
- aprimoramento das técnicas de produção para promover a redução de custos,
- agressividade na distribuição e na política de preços.

No exemplo da construção/exploração da rodovia, poderiam ser analisadas questões como:

- empresas que teriam interesse em participar dos processos de concessão;
- interesse de outras organizações de ramos diferentes como especializadas em construção de casas, por exemplo;
- interesse de empresas estrangeiras;
- modelos de construção/operação em outros países.

10

### 3 - PLANO DE MARKETING

Este é um dos itens mais importantes de um Plano de Negócios, pois dele deriva o plano de vendas que, por sua vez, servirá de base para as projeções de receitas, despesas e fluxos de caixa que suportarão o *Project Finance*.

O plano demonstra como a empresa acessará os potenciais clientes. Para tanto, devem ser abordados os itens que integram o chamado “mix” ou “composto de marketing”.



11

São fases importantes desta etapa:

**Análise do segmento** - Deve ser descrito o segmento de atuação e o mapeamento das tendências de forma detalhada.

**Avaliação da *performance*** - Consiste na análise histórica de *performance* do setor de atuação e de forma detalhada, adjacentes em que atua e às projeções (cujas bases devem ser consistentes). Por exemplo:

SETOR DO PROJETO	CRESCIMENTO ANTERIOR			PROJEÇÃO		
	20x0	20x1	20x2	20x3	20x4	20x5
Energia						
Distribuição						
Abastecimento						
Concessionárias						

A avaliação de performance deve ser desdobrada considerando diversas variáveis relacionadas ao ramo do empreendimento/projeto e variáveis econômico-financeiras que influenciam seu desempenho. Por exemplo:

FATORES	CRESCIMENTO ANTERIOR			PROJEÇÃO		
	3 anos atrás	2 anos atrás	1 ano atrás	Próximo ano	2 anos	5 anos
Receita Total						
Despesas Administrações						
Custos Diretos						
Custos Indiretos						
Nº empregados						
Ativo Imobiliário						
Crescimento PIB						
Crescimento SETOR						
Inflação						

12

Por fim, devem ser identificadas as características, condições, ciclos econômicos que impactam o segmento de mercado do projeto bem como as eventuais sazonalidades.

EXEMPLO 01

SAZONALIDADES	IMPACTO			
	Alto	Médio	Baixo	Nenhum
Clima				
Estações do ano				
Feriados				
Férias				
Dissídio Coletivo				
Recesso parlamentar				

EXEMPLO 02

CICLOS ECONÔMICOS	IMPACTO			
	Alto	Médio	Baixo	Nenhum
Taxa de Inflação				
Taxa de juros				
Taxa de câmbio				
Taxa de emprego				
Variação de tarifas públicas				
Grau de confiança (consumidores, indústria, etc.)				

EXEMPLO 03

CICLOS ECONÔMICOS	IMPACTO			
	Alto	Médio	Baixo	Nenhum
Fabricação do Produto				
Faturamento				
Padrões de desempenho				
Licenças e homologações				
Regulamentação				
Órgãos reguladores				
Entidades de classe				
Grupos minoritários				

A partir destas informações, deve-se propor o plano de *marketing* e vendas, que conterà as principais ações que contribuirão para o atingimento dos objetivos traçados.

## 4 - PLANO OPERACIONAL

O Plano de Negócios deve tratar das questões que envolvem a operação do negócio ou projeto: como serão seus processos e como eles contribuirão para a obtenção de ganhos de competitividade.

A partir dos subsídios obtidos quando da análise da concorrência, que analisou o *modus operandi* de projetos ou empresas similares, deve-se buscar a melhoria ou alteração dos processos do novo empreendimento para aumentar a eficiência e a geração de valor. São diversos pontos a serem abordados na elaboração desta seção do Plano de Negócios, dentre as quais destacam-se:

**Instalações:** o item instalações descreve a localização da sede, filiais, parque industrial, tamanho das plantas industriais, jazidas e minas, contratos de aluguéis e de exploração e suas durações, construções em andamento.

**Produção:** o item produção descreve os principais fatores envolvidos na fabricação de seu produto ou na prestação de serviço. Devem ser evidenciados os processos e etapas de produção, capacidade do parque instalado, controles de qualidade, tecnologias utilizadas, estrutura e qualificações da força de trabalho, nível de produtividade e a quantidade e qualidade de mão de obra terceirizada.

14

**Controle de Estoque:** No caso de estoque físico, deve ser apresentado o processo de gestão desse estoque, com suas normas e procedimentos relativos a sistemas e ferramentas de controle adotados, políticas de estocagem, níveis mínimos, medidas de depreciação, perdas, fraude e roubo, estrutura física e de pessoal alocada no processo.

**Fornecimento e distribuição de insumos:** Análise das necessidades atuais e futuras de insumos, com o mapeamento dos fornecedores e estabelecimento de plano de contingência para eventuais problemas de abastecimento.

**Atendimento ao Cliente:** Apresentação, de forma clara, objetiva e detalhada das normas e procedimentos do processo de acolhimento/processamento de pedidos e das práticas de atendimento aos clientes. Devem ser tratadas questões como: estrutura de atendimento disponibilizada, recebimento de pedidos (local, remoto), transporte e entrega, custo, preço, política de devolução/cobrança, inadimplência, dentre outros.

15

**Equipe de gestão:** No caso de projetos e/ou empresas novas, cujo objetivo é a exploração de novas oportunidades, o tema é bastante sensível. Devido a inexistência de histórico, assume maior importância a definição das competências da equipe gerencial e a clareza na política de recursos humanos.

Assim, devem ser explicitadas a experiência/formação dos principais responsáveis pela gestão da empresa/projeto. A qualificação do pessoal de gestão do projeto/empreendimento é um importante fator a ser considerado nas análises de parcerias, sociedades e concessão de financiamento.



**Estágio de desenvolvimento:** Devem ser inseridas informações do cronograma do projeto e do seu atual estágio, bem como os próximos passos, tais como: marcos e fase anteriores consolidadas, produtos e serviços entregues, indicadores de desenvolvimento, estágio e fases sucessivas.

**Riscos:** Uma das atividades relevantes para a implementação de um *Project Finance* ou qualquer outro empreendimento é a identificação e dimensionamento dos riscos a incorrer. Depois de identificados, devem ser listados, classificados e devidamente mensurados. Por fim, devem ser propostos os respectivos instrumentos mitigadores desses riscos.

16

## 5 - PLANO FINANCEIRO (METAS DE LONGO PRAZO E CRIAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA)

Normalmente, a parte financeira do plano de negócios de um *Project Finance* é a seção que mais atrai o interesse dos analistas e potenciais investidores e financiadores. É uma área fundamental pois fornece informações e parâmetros para projeção e avaliação dos resultados do projeto/empreendimento.

Um bom plano financeiro deve ser consequência da análise dos demais itens. Ou seja, resultados, necessidades de investimento, prazos e taxa de retorno, etc. são reflexo do analisado/proposto nas demais seções do Plano de Negócios e apresenta a situação desejada para o projeto ou empreendimento, num horizonte mínimo de 5 a 10 anos e contém itens como:

- Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE);
- Fluxo de caixa previsto (EBTIDA);
- Análise do ponto de equilíbrio;
- Necessidades de investimento/financiamento;
- Valor presente líquido do Projeto (VPL);
- Prazo de retorno sobre o investimento (payback);
- Taxa interna de retorno (TIR);
- Faturamento previsto;
- Valor Econômico Criado ao Acionistas (VEC).

17

Portanto, é fundamental comprovar, não só a viabilidade financeira do projeto pela geração de fluxo de caixa, mas a efetiva criação de valor ao acionista.

Dessa forma, é peça obrigatória de um *Business Plan* a integração das informações econômico-financeiras, utilizando os conceitos de Valor Econômico Criado (VEC).

Por fim, para comprovar a consistência dos números, deve constar no *BP*, as premissas e bases de cálculos utilizados na construção dos modelos projetivos.

**Aspectos jurídicos:** A complexidade de um *Project Finance*, pela magnitude dos valores envolvidos, elevado número de *stakeholders*, múltiplas personalidades jurídicas, entre outros fatores, exige o apoio jurídico qualificado, especializado e que acompanhe toda a vida da operação.

Um *Project Finance* origina uma série de contratos, que devem ser construídos de forma harmoniosa. Para entendermos a importância disso e da assessoria jurídica, segundo P.R.Wood, isso é a chave para o bom funcionamento do projeto que ele sintetiza com a seguinte expressão: “*In project finance, contract is King*”.

18

## RESUMO

O Plano de Negócios, ou *Business Plan*, como é mais conhecido, tem uma importância significativa na constituição de um *Project Finance*. Ele oferece uma série de informações que apresentam o projeto às partes interessadas e que servem como instrumento de avaliação para tomada decisão quanto à participação no negócio.

Os planos de negócios são utilizados como instrumento de planejamento, de estruturação das empresas, direção e acompanhamento, sendo essencial para a obtenção de recursos de terceiros para financiamento de projetos. Em conjunto com o orçamento, são poderosos mecanismos de gestão e controle, além de serem base para futuras avaliações e eventuais correção de rumos.

O roteiro básico para elaboração de um *Business Plan* deve ter pelo menos os seguintes itens:

- Sumário executivo
- Histórico da empresa ou descrição do projeto
- Análise Estratégica
- Produtos/serviços
- Mercado
- Concorrência
- Plano de marketing
- Plano operacional
- Equipe de gestão
- Estágio de desenvolvimento
- Riscos
- Plano Financeiro
- Aspectos jurídicos

## UNIDADE 1 – CONCEITOS BÁSICOS

### MÓDULO 4 – FERRAMENTA DE GESTÃO – ORÇAMENTO

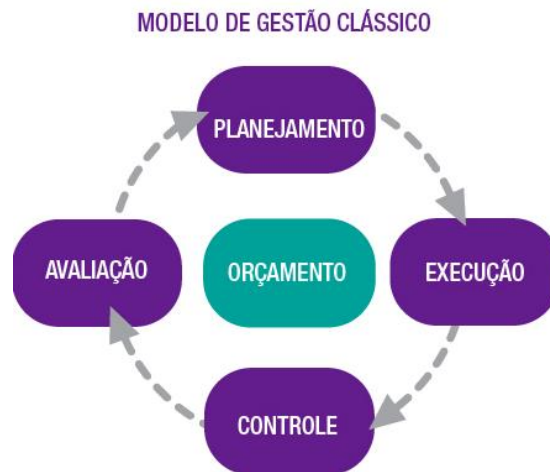
01

## 1 - CONCEITOS E DEFINIÇÕES

Na constituição de um *Project Finance* e das suas empresas criadas com propósitos específicos (SPE) para a gestão de mega empreendimentos, as questões que envolvem o planejamento podem estabelecer a diferença entre o seu sucesso ou fracasso.

Uma das peças-chave do planejamento, o processo orçamentário é um instrumento da administração, útil em todas as fases do projeto e da operação das empresas, servindo de apoio aos administradores, ajudando a prevenir problemas futuros e servindo como padrão de avaliação da eficiência do negócio.

De forma geral, um orçamento é um instrumento de apoio ao modelo de gestão e ao planejamento dos projetos da empresa que transforma, em forma quantitativa e financeira, a estratégia para determinado período futuro e permite o acompanhamento da sua execução e o controle dos resultados obtidos.



### Modelo de gestão

Segundo a definição de Catelli, modelo de gestão é um conjunto de princípios, estabelecidos pela alta administração, de como a empresa deve ser gerida. Ele torna-se fundamental para que a empresa consiga eficiência de suas funções e por consequência, a eficácia nos resultados (2006).

**02**

O termo orçamento tem algumas definições esclarecedoras:

De acordo com Hope e Fraser (2003), o orçamento é um plano expresso em termos financeiros que serve de base para o controle de desempenho, alocação de recursos, encaminhamento dos gastos e o compromisso com os resultados financeiros.

Segundo Horngren, um orçamento é uma expressão quantitativa formal de planos da administração. O orçamento geral resume os objetivos de todas as subunidades de uma organização – vendas, produção,

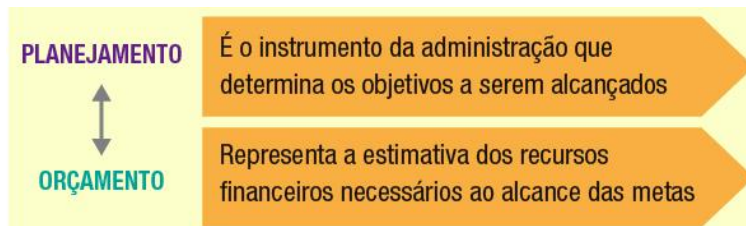
distribuição e finanças. Quantifica metas para vendas, produção, lucro líquido e posição de caixa e para qualquer outro objetivo especificado pela administração.”

De acordo com Atkinson, o orçamento é a expressão quantitativa das entradas e saídas de dinheiro para determinar se um plano financeiro atingirá as metas organizacionais.

E, finalmente, para Padoveze, orçamento significa processar todos os dados constantes do sistema de informação contábil atual, introduzindo os dados previstos para os próximos exercícios, considerando as alterações já definidas para o próximo exercício.

03

A interação entre o planejamento e o orçamento é primordial, porque:



Aprovados o planejamento e o orçamento, é fundamental que exista o controle de suas execuções, sem o qual não justificariam suas existências.

A atividade do **controle no planejamento** serve para verificar se os objetivos e os planos delineados para seu atingimento estão sendo observados em todos os níveis da organização ou do projeto.

Já o **controle orçamentário** possibilita quantificar a variação dos recursos e resultados realizados, frente aos estimados para determinado período, e principalmente, identificar os motivos que provocaram os desvios observados. A inexistência do controle orçamentário reflete a falta de reconhecimento da importância do orçamento como ferramenta de gestão.

O acompanhamento e controle permitem a implementação de ações para correção de rumos visando o atingimento dos objetivos inicialmente traçados ou mesmo, a revisão do planejamento.

Por fim, o orçamento também é um instrumento que serve de base para avaliação dos empregados/dirigentes e premiação pelo desempenho.

04

O orçamento deve ser global, sincronizado e integrado, tendo em vista o principal objetivo da atividade das empresas que é a geração de riqueza a fim de garantir sua perpetuidade.



05

O planejamento orçamentário é, de certa forma, uma extensão do *Business Plan* e está inserido no processo de gestão dos projetos e empresas, em especial as SPE que gerem *Projects Finance*. Compreende a operacionalização das estratégias definidas no planejamento estratégico, contemplando as fases de planejamento, execução e controle de resultados, traduzindo-as em números.

#### Global

O orçamento empresarial deve refletir o funcionamento da empresa como um todo, através dos seus diferentes órgãos e respectivas funções.

#### Sincronizado

As atividades específicas dos diversos órgãos da empresa deve manter uma perfeita harmonia entre si, em obediência à seqüência cronológica estabelecida para as operações sociais, também refletida no orçamento.

#### Integrado

A empresa funciona como parte de um macroambiente definido, sobre o qual exerce influência, bem como é por ele influenciada, sendo imprescindível, para o seu sucesso, que tal fato não seja ignorado.

06

#### • Terminologia

No processo de planejamento e de orçamentação, várias metodologias para tratamento de dados de eventos futuros podem ser utilizadas. Para efeito de padronização e entendimento das diversas terminologias utilizadas no mercado vamos listar algumas.

**Planejamento** – Definição de planos gerais (estratégico) e/ou específicos (operacionais), não tendo, necessariamente, o mesmo horizonte de tempo, podendo ser anual ou plurianual, dependendo do fim a que se destina.

**Previsão** - Expectativas de acontecimentos ou de intenções, normalmente de carácter quantitativo. Geralmente, as previsões servem de base para a elaboração de peças orçamentárias.

**Orçamento** - Expressão formal e numérica dos planos de curto prazo (normalmente anual), com base na estrutura atual e planejada da empresa/projeto. O orçamento normalmente obedece à estrutura informacional contábil (relatórios contábeis).

**Projeção** - Mensuração econômica das previsões, planos e orçamento já definidos. As projeções não têm todo o carácter formal dos orçamentos mas se servem destes para estimar resultados.

**Simulação** - Mensuração econômica de alternativas de planos, previsões e/ou eventos econômicos futuros. O que caracteriza uma simulação é a mensuração de mais de uma alternativa em relação à projeção básica.

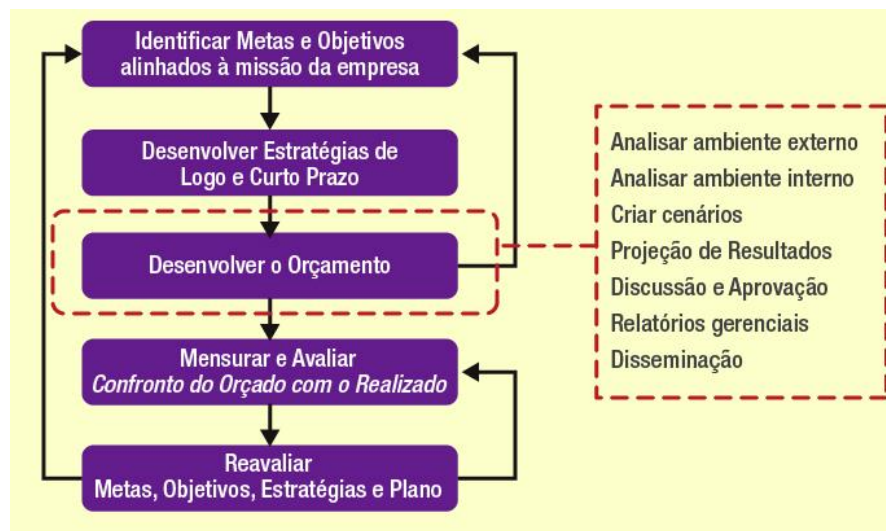
**Budget e Rolling Budgeting / Forecast e Rolling Forecast** - *Budget* é um termo em inglês muito utilizado no mercado que significa, literalmente, orçamento e diz respeito ao típico conceito de orçamento estático. Já *Forecast* se refere ao conceito de projeções. A atribuição da expressão *Rolling* se refere a orçamentos e projeções contínuas, conforme o caso.

07

## 2 - FLUXO ORÇAMENTÁRIO

A tradução do planejamento em números é um grande desafio a ser vencido nas empresas. O processo já não é simples e fica ainda mais complexo em empresas/projetos de maior porte onde uma série de variáveis como flutuações cambiais, crise mundiais, mudanças nas políticas de juros, legislação e alterações na atuação da concorrência são frequentes.

Segundo Atkinson e Kaplan, o sistema básico de orçamentação prevê em seu escopo planejamento e controle, podendo ser esquematizado conforme abaixo:



### 3 - VANTAGENS E DESVANTAGENS DO ORÇAMENTO

O orçamento é um instrumento importante para a gestão das empresas. Há uma série de pontos positivos que podem ser destacados no processo de implementação de um sistema orçamentário:

- a)** Gera a obrigação de se pensar à frente, de analisar antecipadamente;
- b)** Força a administração a expressar, em termos numéricos, o que é necessário fazer para alcançar resultados desejados;
- c)** Obriga a administração a planejar mais racionalmente a utilização dos seus recursos (escassos) de mão-de-obra, matéria-prima, de capital e tecnológicos, contribuindo para a minimização dos custos e otimização do resultado;
- d)** Facilita a coordenação dos processos pois leva todos os departamentos à cooperação mútua para alcance dos resultados planejados;
- e)** Define, claramente, as responsabilidades de cada função ou área na empresa, e acompanha o desempenho;
- f)** Representam a melhor estrutura para julgamento e avaliação de desempenho e é ferramenta acessória e imprescindível à construção do *Balanced Scorecard*, por possuir metas financeiras e econômicas que servem de referência para a principal perspectiva mensurada e avaliada pelo método.

Se por um lado o orçamento apresenta uma série de vantagens, por outro, recebe muitas críticas. Algumas das desvantagens mais comumente citadas:

**a)** Pode engessar a empresa, principalmente se conduzido de forma ditatorial em que o gestor acha que o planejamento tem que ser seguido a “ferro e fogo” sob pena da empresa não alcançar seus objetivos com bases nas premissas que fundamentaram as projeções. Este tipo de comportamento acaba por impedir a criatividade, a inovação e o empreendedorismo, provocando conformismo, insatisfação e desmotivação;

**b)** O processo de obtenção de dados quantitativos para projeções é extremamente complexo, prejudicando sobremaneira a projeção dos resultados (negócios, receitas e despesas);

**c)** O processo orçamentário, independente do porte da empresa, requer uma cultura orçamentária enraizada entre seus funcionários, consome um tempo considerável para levantamento de dados, análise de informações, construção de cenários e projeção de resultados além de criar rotinas contábeis e operacionais que aumentam a burocracia interna;



**d)** O orçamento foca o lado financeiro, não incorporando fatores não-financeiros em sua estrutura;

**e)** O orçamento desvirtua os gestores influenciando-os a não alinharem e vincularem as metas dos funcionários aos objetivos do negócio, prejudicando o processo de avaliação de desempenho individual e da empresa

**10**

## 4 - CONCEITOS E TIPOS DE ORÇAMENTO

Existem vários conceitos e formas de se estruturar e desenvolver orçamentos e, a partir deles, proceder o processo de avaliação e controle.

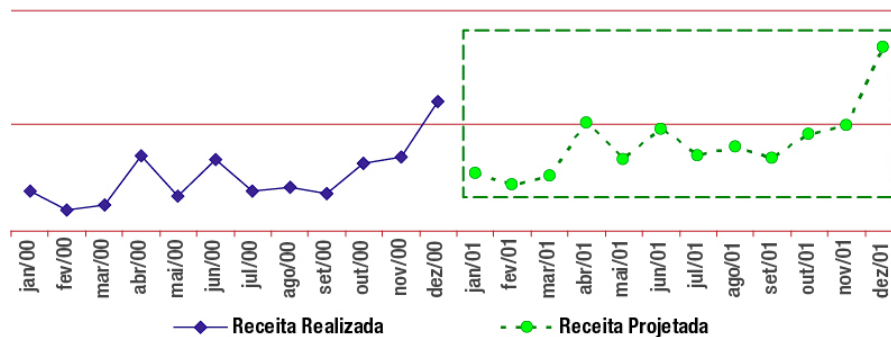
### • Orçamento de Tendências

Uma das formas mais utilizadas pelas empresas, o orçamento de tendências consiste em utilizar dados passados (séries históricas) para projeções de situações futuras.

Este modelo de orçamento comumente apresenta bons resultados. De um modo geral, os eventos passados tendem a se replicar no futuro já que decorrem de estruturas organizacionais já existentes. Por isso, a probabilidade de reprodução desses eventos é elevada.

Obviamente que deverão ser levados em consideração novos elementos, componentes dos planejamentos estratégicos e operacionais.

Exemplo

**11**

### • Orçamento Base Zero (OBZ)

Também conhecido pelo termo em inglês zero-based Budgeting, é uma contraposição ao orçamento de tendência.

Sua lógica é desconsiderar as séries históricas para as novas projeções e estabelecer novos pontos de partida e patamares de metas com base em estratégias de atuação e informações externas e internas que afetam os negócios da empresa.

O OBZ parte da premissa de rediscussão de toda a empresa (investimentos, receitas, despesas e custos) sempre que se elabora o orçamento - desde recursos e estruturas necessárias à produção e comercialização de seus produtos, passando pela redefinição de processos até o alinhamento de margens e preços praticados.

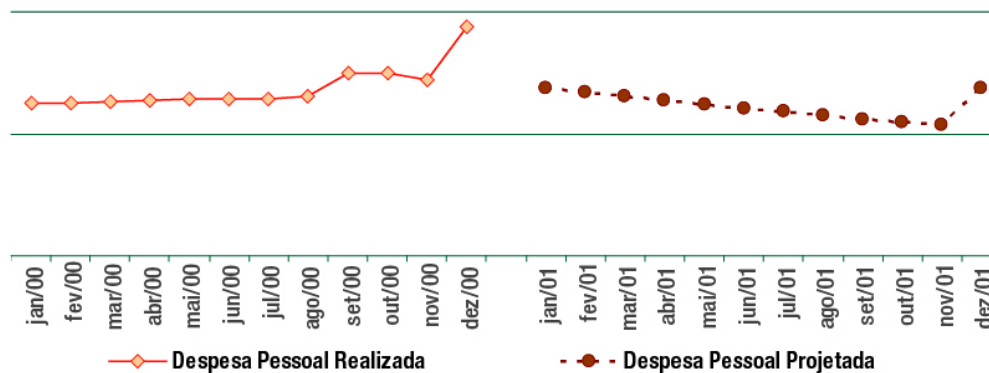
A questão fundamental do orçamento Base Zero é a seguinte:

**O fato de algo ter ocorrido no passado não significa que se repetirá no futuro**

Cada atividade da empresa deverá ser rediscutida em função da real necessidade de sua existência.

**12**

Após as discussões, inicia-se estudo, partindo-se do zero, para se estabelecer as novas metas das variáveis que se quer monitorar para os períodos seguintes. Esse modelo de orçamento se aplica melhor aos *Project Finances*, por suas características próprias. Exemplo:



Independente da forma como se estrutura e/ou se constrói um orçamento, sua gestão pode ser mais rígida ou mais flexível. Via de regra, pode-se estabelecer alguns **tipos de orçamento**, a seguir.

**13**

#### • Orçamento Estático

Mais comum dentre os orçamentos empresariais, é construído a partir da elaboração das peças orçamentárias, ou seja, fixação de volumes de produção, investimentos necessários, custos de produção e despesas operacionais e administrativas, bem como taxas e margens de operação.

O modelo é considerado estático em função de não serem permitidas alterações nas peças orçamentárias. Sua utilização é largamente aceita em função do escopo e tamanho das empresas.

Corporações que possuem muitas filiais, inclusive em outros países, se utilizam deste modelo por facilitar a consolidação e acompanhamento.

Sua grande desvantagem é que caso ocorram variações nos ambientes externos e internos, e suas projeções fiquem defasadas, as peças orçamentárias acabam perdendo seu valor para os processos de acompanhamento, controle, análise de variações e avaliação de desempenho.

**14**

#### • Orçamento Flexível

Em contraposição ao orçamento estático há o orçamento flexível, cuja característica é possuir e admitir uma faixa de nível de atividades em que se situarão os itens e variáveis orçadas.

Segundo Horngren, “o orçamento flexível é um conjunto de orçamentos que pode ser ajustado a qualquer nível de atividade”.

Exemplo (adaptado e simplificado de Horngren, Sundem e Straton 1996):

Orçamento de Resultado	Valor Unitário	Nível de Atividade		
		Pessimista 10.000 unidades	Base 11.000 unidades	Otimista 12.000 unidades
Receita de Vendas	30,00	300.000,00	330.000,00	360.000,00
Custo Variável	21,10	211.000,00	232.100,00	253.200,00
Margem de Contribuição	8,90	89.000,00	97.900,00	106.800,00
Despesas e Custos Fixos		65.000,00	65.000,00	65.000,00
<b>Resultado Operacional</b>		24 .000,00	32 .900,00	41 .800,00

**15**

#### • Orçamento Ajustado

O orçamento ajustado é derivado do flexível e é, na prática, um segundo orçamento, que passa a vigorar quando há modificações em valores de itens e demais variáveis do orçamento original.

Normalmente estas mudanças ocorrem em função de alterações nos planos estratégicos ou operacionais que, por sua vez, provocam alterações em volumes ou premissas orçadas anteriormente.

Portanto, de forma objetiva, o orçamento ajustado é o ajuste efetuado nos volumes planejados dentro do conceito de orçamento estático inicial e que, obviamente, pode ter várias versões em função de quantos ajustes ocorrerem no planejamento.

Orçamento de Resultado	Valor Unitário	Orçamento Original		Orçamento Ajustado
		Nível de atividade 11.000 unidades		Nível de atividade 15.000 unidades
Receita de Vendas	30,00	330.000,00	Mudança no patamar de demanda do mercado →	450.000,00
Custo Variável	21,10	232.100,00		316.500,00
Margem de Contribuição	8,90	97.900,00		133.500,00
Despesas e Custos Fixos		65.000,00		65.000,00
<b>Resultado Operacional</b>		32.900,00		68.500,00

16

### • Orçamento Corrigido

O orçamento corrigido é o ajuste do orçamento original, de forma automática, sempre que houver alteração de preços em função de inflação e reajustes. Importante registrar que o orçamento corrigido, diferentemente do ajustado, só é modificado pelo reajuste inflacionário e outros índices econômico-financeiros.

Orçamento de Resultado	Valor Unitário	Orçamento Original		Novo Valor Unitário	Orçamento Ajustado
		Nível de atividade 11.000 unidades			Nível de atividade 11.000 unidades
Receita de Vendas	30,00	330.000,00	Inflação de 5% sobre Receitas, Custos e Despesas →	31,50	346.000,00
Custo Variável	21,10	232.100,00		22,16	243.760,00
Margem de Contribuição	8,90	97.900,00		9,35	102.740,00
Despesas e Custos Fixos		65.000,00			68.250,00
<b>Resultado Operacional</b>		32.900,00			34.490,00

17

## 5 - BALANCED SCORECARD (BSC)

### 1 - Conceito

O “*Balanced Scorecard*” (BSC) é um sistema de avaliação de desempenho empresarial ou um instrumento de gestão dotado de uma funcionalidade comparável a uma “mesa de controle” ou a um “radar” organizacional para a compreensão das operações e posição da empresa.

O BSB foi proposto por Robert S. Kaplan, professor da Harvard Business School e David P. Norton, presidente da Renaissance Solutions, em 1992.

O “*Balanced Scorecard*” parte do princípio que apenas a análise de indicadores financeiros não é suficiente para determinar o desempenho de uma empresa. Tal análise não contempla, identifica ou apresenta os impulsionadores de rentabilidade no longo prazo.

Assim, em contraposição aos sistemas tradicionais, o BSC traduz e apresenta a estratégia corporativa de modo balanceado mostrando as ligações de causa/efeito por meio de indicadores dispostos em quatro perspectivas: financeira, clientes, processos internos, aprendizado e crescimento.

18

## 2 - Perspectivas

**Perspectiva Financeira** O BSC deve servir de incentivo para que as unidades de negócio vinculem seus objetivos financeiros à estratégia da empresa.

Os indicadores desta perspectiva estão normalmente relacionados com a rentabilidade e volumes de negócios e a sua escolha depende da fase do ciclo de vida em que a empresa ou unidade de negócios se encontra. Kaplan e Norton apontam três fases no ciclo de vida: crescimento, sustentação e colheita.

- **Crescimento** - Fase inicial, na qual são necessários elevados níveis de investimento para criar a infraestrutura, implantar processos internos, necessários ao funcionamento da empresa, e ampliar rapidamente a fatia de mercado.
- **Sustentação** - Caracteriza-se pela busca da lucratividade e retorno do capital investido, melhoria dos processos internos.
- **Colheita** - É a última fase do ciclo, na qual a meta principal é a maximização do fluxo de caixa operacional, em benefício da empresa, e diminuição da necessidade do capital de giro.

19

**Perspectiva Cliente** - A perspectiva traduz o alinhamento pretendido entre os clientes e segmentos de mercado e trata de fatores como a satisfação, fidelidade, retenção, aquisição e recuperação de clientes.

A perspectiva avalia a atuação da empresa em relação à principal fonte de receita da empresa, o cliente. Ou seja, uma dimensão básica no relacionamento com os clientes é a proposta de valor, que se refere a um conjunto de atributos dos produtos ou serviços da organização capazes de atrair o seu interesse e, com isso, gerar resultados financeiros.

**Perspectiva Processos Internos** - O propósito da perspectiva dos processos é indicar os processos mais críticos - aqueles em que a organização deve alcançar a excelência, de forma a satisfazer os seus clientes e a crescer de forma sustentável - focaliza a operação (eficácia e eficiência). O princípio fundamental é o de produzir produtos ou prestar serviços de melhor qualidade com o menor custo.

No BSC há uma preocupação de criar medidas para avaliar o desempenho do ciclo inovação/operação/pós-venda, atravessando toda a organização - cadeia de valor.

20

### • Perspectiva de Aprendizado e Crescimento

De acordo com Kaplan e Norton, uma das mudanças mais radicais no pensamento gerencial dos últimos anos foi a transformação do papel dos funcionários, que passou de provedor de força física a analisador de dados cada vez mais abstratos, muitas vezes captados em ambientes automatizados.

Ativos e estruturas, tangíveis ou intangíveis, são resultados das ações humanas e dependem, em última instância, das pessoas para existir. Adicionalmente, os autores do BSC mostram que as ideias que permitem melhorar o desempenho para o cliente originam-se, cada vez mais, dos funcionários operacionais – aqueles que estão diretamente envolvidos nos processos internos e junto aos clientes.

A perspectiva trata de questões como investimentos em profissionais, sistemas de informação e processos de desenvolvimento de competências organizacionais.

O processo de aprendizagem e as possibilidades de crescimento são aspectos chave para garantir a competitividade da empresa. As organizações têm de melhorar e aperfeiçoar a sua atuação permanentemente, com vista a manter ao longo do tempo as vantagens competitivas que detêm. As mudanças no ambiente em que operam são constantes e muitas vezes imprevisíveis, pelo que as organizações devem ser capazes de se integrar e adaptar ao meio, melhorando constantemente os seus conhecimentos, adquirindo novas capacidades, e antecipando essas mudanças.

21

O “*Balanced Scorecard*” deve traduzir a estratégia em relações de causa e efeito entre os objetivos destas quatro perspectivas.



Todo indicador dever ser um elo dessa cadeia de relações e deve combinar medidas de resultados (consequência de esforços passados) e medidas de desempenho futuro (fatores impulsionadores).

Os indicadores devem enfatizar fortemente os resultados, ou seja, suas relações causais devem estar vinculadas, em última análise, aos objetivos financeiros.

## RESUMO

O orçamento empresarial é um importante instrumento de gestão e amplamente utilizado pelas empresas e projetos que possuem processo de planejamento estruturado.

Objetivamente pode-se conceituar o orçamento como a expressão em números dos planos estratégicos e operacionais que serve de base para o controle de desempenho, alocação de recursos, encaminhamento dos gastos e o compromisso com os resultados financeiros. Ou seja, nada mais que um instrumento de apoio ao modelo de gestão e ao planejamento da empresa.

A tradução do planejamento em números é um grande desafio a ser vencido nas empresas. Como mensurar corretamente sem inviabilizar negócios ou desmotivar equipes? O processo, por sua natureza, já é complexo e essa complexidade aumenta ainda mais no caso de empresas de grande porte e de *Project Finances*.

Existem várias formas de se estruturar e desenvolver orçamentos e, a partir deles, avaliar e controlar o desempenho dos projetos ou empresas como o orçamento de tendências e o orçamento base zero que são os mais utilizados. Independente da forma como se estrutura ou se constrói um orçamento, sua gestão pode ser mais rígida ou mais flexível. Geralmente, podem-se classificar alguns tipos de orçamento como estáticos, flexíveis, ajustados e corrigidos.

O “*Balanced Scorecard*” é uma ferramenta de gestão, acessória ao orçamento, que deve traduzir a estratégia em relações de causa e efeito entre os objetivos de suas quatro perspectivas: Financeira, Clientes, Processos Internos e Aprendizado/Crescimento.