

Project Finance: uma análise dos fatores de riscos para aprovação de projetos no BNDES

Thiago de Almeida Rodrigues (UFPR) trodrigues.almeida@gmail.com
Érika de Andrade Silva Leal (IFES) professoraerikaleal@gmail.com
Eduardo Siqueira Bernabé (IFES) eduardobernabe1@gmail.com
Guilherme Marques Fiorot (UFES) guilhermefiorot1@gmail.com
Rodrigo Lima Rodrigues (IFES) rodrigolr.ep@gmail.com

Resumo:

Uma das questões cruciais para o desenvolvimento da infraestrutura logística de um país são os mecanismos de financiamento. No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), destaca-se como organização pública federal historicamente consolidada no financiamento de longo prazo para realização de investimentos nas mais diversas áreas da economia, sobretudo na infraestrutura logística nacional. O objeto de estudo deste artigo é o Project Finance, que é uma técnica de financiamento suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto (BNDES, 2014). Por meio de uma pesquisa exploratória, o artigo revisa o conceito e as principais características desse modelo de financiamento, trazendo como resultado a estruturação dos principais tipos de riscos envolvidos na aprovação de um financiamento na modalidade Project Finance.

Palavras chave: Project Finance, Financiamento de projetos de infraestrutura, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

Project Finance: an analysis of the risks for approval of projects in BNDES

Abstract

A key to the development of logistics infrastructure in a country are the financing mechanisms. In Brazil, the National Bank for Economic and Social Development (BNDES), stands out as a public organization, historically consolidated in financing for long-term investments in several areas of the economy, especially in the national logistics infrastructure. The object of this article is the Project Finance, which is a financing technique supported contractually by the flow of a project box, serving as security assets and receivables of the same project (BNDES, 2014). Through an exploratory study, the paper reviews the concept and the key features of this model of financing, bringing as a result the structure of the main types of risks involved in the approval of a financing in the Project Finance.

Key-words: Project Finance, Financing of infrastructure projects, National Bank for Economic and Social Development (BNDES)

1. Introdução

Uma das questões cruciais para o desenvolvimento da infraestrutura logística de qualquer país trata-se dos mecanismos de financiamento. No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento

Econômico e Social (BNDES), destaca-se como organização pública federal historicamente consolidada no financiamento de longo prazo para realização de investimentos nas mais diversas áreas da economia, sobretudo na infraestrutura logística do país (BNDES, 2014).

Uma das técnicas de financiamento utilizadas pelo BNDES é Project Finance uma técnica de financiamento suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto (BNDES, 2014), não se baseando na análise do endividamento global da empresa (que é o caso do corporate finance), mas sim na atratividade de um projeto específico. Em um contexto mundial, esse método de financiamento em grande escala vem ganhando força desde a década de 1980 (KLEIMEIER; MEGGINSON, 2000), porém Oliveira (1999) comenta que, no Brasil, a introdução do conceito de Project Finance ocorreu a partir de 1994 juntamente com o processo de privatização dos setores de infraestrutura e a estabilidade de preços proporcionada pelo Plano Real.

O cenário de estabilidade de preços no Brasil, que atualmente completa 20 anos, produziu relevantes alterações na estrutura de financiamento de projetos do país, sendo necessário recriar e/ou inventar novos arranjos financeiros que permitissem a mitigação e segregação dos riscos envolvidos nos empreendimentos. Desta forma, o Project Finance apresentou-se como uma alternativa ao financiamento para os projetos de infraestrutura, onde o risco do empreendimento é compartilhado, reduzindo a exposição dos acionistas à sua participação no projeto. Adicionalmente, proporciona uma maior alavancagem financeira ao permitir que participem de vários projetos simultaneamente (FARIA, 2003).

A literatura atual trata de conceituar essa modalidade de financiamento e mostrar algumas características de sua operação, sem detalhar as tipologias de riscos envolvidos na técnica. O artigo tem por objetivo levantar os principais tipos de riscos envolvidos na aprovação de um Project Finance, por meio de uma revisão exploratória, proporcionando uma estrutura simples de apresentação dos riscos. Os objetivos específicos são realizar uma revisão teórica referente ao tema, identificar cada tipo de risco envolvido e organizar estas informações e forma de quadro.

O artigo está dividido em quatro itens além da introdução. No item 2 há um breve referencial teórico, com o objetivo de mostrar a modalidade de tratamento do Project Finance na literatura atual. No item 3 serão apresentados os métodos para elaboração do artigo, seguido pelo item 4, onde serão discutidos os riscos envolvidos no financiamento e construída uma tabela estruturada desses riscos. Já no item 5, encerra-se o artigo com as considerações finais e sugestões de continuidade de pesquisa.

2. Referencial teórico

Project Finance é uma técnica de financiamento suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto (BNDES, 2014), não se baseando na análise do endividamento global da empresa (que é o caso do Corporate Finance), mas sim na atratividade de um projeto específico. Se caracteriza ainda pela estruturação de operações para se obter financiamentos para o projeto, permitindo a divisão do risco entre o empreendedor e o financiador, o qual será remunerado unicamente pelo fluxo de caixa do empreendimento após sua implantação (PINTO JR., 2002).

Essa técnica compõe a chamada Sociedade de Propósito Específico (SPE), sociedade esta constituída para segregar os fluxos de caixa, patrimônio e riscos do projeto (Figura 1). O instrumento de constituição da SPE é o Contrato ou Estatuto Social celebrado entre os sócios. Uma vez constituída, a SPE adquire personalidade jurídica própria e passa a responder pelos direitos e obrigações decorrentes da realização do empreendimento para o qual foi constituída,

podendo, inclusive, ser acionada em juízo (ROSALINO e SOARES, 2008).

O Project Finance é extremamente útil na expansão de negócios, principalmente naqueles que exigem elevados investimentos, como os projetos de infraestrutura e de exploração e produção de petróleo, sendo uma alternativa aos empréstimos e financiamentos tradicionais (financiamentos de importações de matéria-prima e bens e serviços por instituições financeiras nacionais e internacionais, por exemplo) (SZUSTER, 2003). Essa técnica tem características peculiares e requer uma estruturação complexa envolvendo uma imensa gama de negociações e acordos, não só entre os sócios como também com fornecedores, clientes, empresas seguradoras, entidades governamentais, etc. O resultado dessas negociações, como não poderia deixar de ser, gera uma estrutura de compartilhamento de riscos e garantias, que ficam expressos em diversos de instrumentos jurídicos (MOREIRA, 1999).



Figura 1 – Estrutura básica do Project Finance.
Fonte: Alencar, filho e Castilho (2010)

Quanto à análise de riscos, a abordagem aponta para os níveis de riscos assumidos pelas partes envolvidas e os possíveis instrumentos para sua mitigação. Também há que se considerar os riscos que um Project Finance não deve assumir, em hipótese alguma. Os patrocinadores estão diretamente envolvidos em todos os riscos que o empreendimento estiver exposto no que se refere à remuneração de seu capital (MOREIRA, 1999). Para aprovar uma operação Project Finance, a classificação de risco do BNDES (2014) leva em conta os itens descritos abaixo, que serão discutidos a seguir:

- O grau de alavancagem da beneficiária;
- A suficiência, a previsibilidade e a estabilidade dos fluxos de caixa do projeto;
- O risco operacional do projeto e respectivos mitigadores;

2.1 O grau de alavancagem da beneficiária

Um fator importante de análise de risco é o grau de alavancagem da beneficiária. De acordo com BNDES (2014), uma característica da operação de Project Finance do BNDES é referente ao capital próprio dos acionistas, que deve ser de no mínimo 20% do investimento total do projeto, excluindo-se, para efeito desse cálculo, eventuais participações societárias da BNDESPAR (BNDES Participações S.A.) e sendo a critério do próprio BNDES se a geração de caixa do projeto será considerada como parte do capital próprio dos acionistas. Evidenciando esse fato, (JUNQUEIRA et al, 2010) afirma que projetos candidatos tem um alto índice de endividamento, com 20% a 30% do custo total do projeto suportado pelos patrocinadores, enquanto o restante dos recursos necessários para a viabilização do empreendimento é proveniente de empréstimos de terceiros.

Os níveis de endividamento e de lucratividade são variáveis que influenciam fortemente as decisões de investimentos das empresas (DOS SANTOS, 2003). A pesquisa do mesmo autor mostrou que o endividamento exerce influência positiva sobre o investimento, o que pode ser causado pelo acesso das empresas a recursos disponibilizados por bancos de fomentos, com

menores taxas de juros em relação ao mercado. Porém, segundo (GALDÃO; FAMÁ, 1998), quanto maior o grau de alavancagem financeira e operacional da empresa, maior é o risco da mesma.

Outra característica do Project Finance é que um financiamento com base em projeto pode expandir a capacidade de endividamento dos patrocinadores do projeto, pois, é estruturado de forma que a dívida não constitui uma obrigação direta dos patrocinadores e não aparece nos balanços dos mesmos (JUNQUEIRA et al, 2010). Além disso, o mesmo autor afirma que devido às condições contratuais que fornecem suporte de crédito para a tomada de empréstimos, a empresa do projeto pode alcançar uma alavancagem financeira significativamente mais elevada do que aquela com a qual o patrocinador se sentiria à vontade, se financiasse o projeto inteiramente com base em seu próprio balanço.

O projeto deve ser capaz de gerar fluxo de caixa adequado para cobrir o serviço da dívida, além das despesas operacionais, de modo a remunerar os investidores de capital (PEREIRA, 2006). O mesmo autor afirma que a economia do projeto deve ser forte o suficiente para mantê-lo lucrativo frente aos acontecimentos adversos, como aumento das taxas de juros, atrasos no cronograma ou aumento de preços e custos operacionais.

2.2 A suficiência, a previsibilidade e a estabilidade dos fluxos de caixa do projeto

É por intermédio do fluxo de caixa que os empresários, administradores, contadores e investidores podem programar, controlar e avaliar os recursos financeiros para melhor aproveitá-los na tomada de decisão e nas oportunidades surgidas no mercado. Segundo Ferreira (2003), é por meio do fluxo de caixa que se tem informações precisas e bem definidas para solucionar problemas que venham a influenciar o setor financeiro das empresas, por lidar diretamente com entradas e saídas de numerários, demonstrando assim sua liquidez. Seguindo esta linha, objetivos básicos do fluxo de caixa são:

- Permitir o planejamento dos desembolsos de acordo com as disponibilidades de caixa, evitando-se acúmulo de compromissos vultuosos em época de pouco encaixe;
- Avaliar alternativas de investimento;
- Avaliar e controlar ao longo do tempo as decisões importantes que são tomadas na administração das empresas, com reflexos monetários;
- Facilitar a análise e o cálculo nas linhas de créditos a serem obtidos juntos às instituições financeiras;
- Programar os ingressos e desembolsos de caixa de forma criteriosa, permitindo determinar o período em que ocorrerão carências de recursos, havendo, tempo suficiente para as medidas necessárias, para que não chegue à situação de iliquidez;
- Analisar a viabilidade de serem comprometidos os recursos da empresa;
- Desenvolver um uso eficiente e racional do disponível;
- Determinar quanto de recursos próprios a empresa dispõe em dado período, e aplicá-lo de forma mais rentável possível, bem como analisar os recursos de terceiros que satisfaçam as necessidades da empresa;
- Avaliar a capacidade de geração de caixa da empresa, se ela faz dinheiro hoje ou se ela demonstra capacidade de fazê-lo no futuro;

É importante o planejamento do fluxo de caixa, pois é por intermédio dele que se tem uma visão antecipada da necessidade de caixa para atender aos pagamentos dos compromissos que a empresa costuma assumir, considerando os prazos para cumpri-los. Com isso, o

administrador financeiro estará apto a planejar com antecedência os problemas de caixa que poderão surgir em caso de diminuição de receitas ou aumento no volume de pagamentos. Fluxo de caixa é de grande importância para eficácia econômico-financeira e gerencial de uma empresa, por isso instituições financeiras exigem a sua apresentação antes de aprovarem o empréstimo (FERREIRA, 2003).

2.3 O risco operacional do projeto e respectivos mitigadores

Para aprovar uma operação de Project Finance, a classificação de risco do BNDES leva em conta também o risco operacional do projeto. Pereira (2006) define o risco operacional como o risco de perda resultante de uma falha ou de um inadequado processo interno de controle, podendo ser gerado pelo homem, pelo sistema, ou por eventos externos. Devido ao fato de cada banco possuir um tamanho, um grau de complexidade, uma natureza e uma cultura organizacional diferente em suas atividades, na prática, o termo “risco operacional” possui vários significados.

De acordo com Oliveira (2004), os riscos de mercado, de crédito e de liquidez já estão adequadamente controlados na maioria das instituições financeiras. No entanto, a gestão do risco operacional, que está associada à deficiência de processos, controles e sistemas, e ainda falhas humanas, fraudes e desvio de dinheiro são muito incipientes, passando a ser a grande preocupação do sistema financeiro internacional.

Segundo Duarte Jr. e Varga (2003), o termo risco operacional foi mencionado, pela primeira vez, provavelmente após a falência do Banco Barings, em 1995, por causa de desastrosa operação com derivativos. A partir de 1997, o risco operacional tem evoluído consideravelmente, mas ainda é comum o registro de risco operacional como risco de crédito ou de mercado. Em pesquisa realizada em 2000, junto a bancos, esse autor revelou que os riscos estão divididos, aproximadamente, em 50% para risco de crédito, 15% para risco de mercado ou de liquidez e 35% para riscos operacionais, o que indica a grande importância do gerenciamento desse risco. Por fim, Marshall (2002) afirma que, dos quatro tipos de riscos enfrentados pelas empresas e para os quais estas alocam capitais, a gestão de riscos operacionais é a menos adiantada; no entanto, exige uma abordagem mais geral.

3. Metodologia

A Pesquisa é classificada primeiramente como exploratória, pois visa proporcionar maior familiaridade com o tema em questão para torná-la mais visível, envolvendo levantamento bibliográfico a partir de material já publicado, constituído principalmente artigos e material eletrônico (GIL, 1991).

Já no que diz respeito à forma de abordagem do problema, não foi necessário o uso de métodos e técnicas estatísticas, sendo o ambiente natural a fonte direta para coleta de dados. Os dados foram analisados indutivamente e o processo e seu significado são os focos principais de abordagem, caracterizando a pesquisa como qualitativa (SILVA e MENEZES, 2001).

Devido aos procedimentos técnicos adotados, a pesquisa se encaixa ainda como documental, já que segundo Silva e Menezes (2001), tal pesquisa é elaborada a partir de materiais que não receberam tratamento analítico. Além disso, Lakatos e Marconi (2008) afirmam que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias.

4. Fatores de risco em um Project Finance

Em Project Finance, a classificação dos riscos dos projetos é uma das primeiras etapas a serem realizadas. Ao se analisar determinado empreendimento sob a ótica dessa técnica,

inicialmente identificam-se os riscos relativos ao projeto, formas de mitigação e alocação dos riscos (ALENCAR FILHO e CASTILHO, 2010).

Esse tipo de financiamento é realizado de acordo com os recebíveis, onde são destacados dois pontos tão fundamentais para o processo quanto o próprio fluxo de caixa (COSTA e SILVEIRA, 2006). São eles:

- Analisar se os riscos estão sendo apropriadamente identificados e mensurados para que possam ser mitigados ou, se for o caso, conscientemente assumidos por um ou mais participantes do empreendimento, em troca de uma remuneração adequada;
- Verificar se cada participante está sendo remunerado dentro de suas expectativas.

Além dos riscos de implantação, de grau de alavancagem, de suficiência, de previsibilidade, de estabilidade dos fluxos de caixa do projeto e de riscos operacionais, que são considerados pelo BNDES, outros fatores de risco que podem influenciar diretamente no projeto devem ser considerados. Entre eles, para Carvalho (2005) estão os riscos de conclusão, que normalmente estão relacionados ao custo, performance e ao cronograma de conclusão, podendo impedir que o projeto seja concluído. Riscos tecnológicos, onde a tecnologia envolvida no projeto não apresente desempenho satisfatório ou se torne obsoleta, riscos de fornecimento de matéria-prima e insumos que engloba a disponibilidade da mesma, custos, preço, qualidade, inflação e flutuação da moeda, riscos ambientais, políticos e de altas flutuações de demanda também devem ser considerados.

O PMBOK aponta a importância e complexidade do estudo sobre o desempenho financeiro do projeto e seu produto, reconhecendo que, em muitas ocasiões, este trabalho é executado fora do ambiente do projeto, dada sua especificidade ou, quando o produto do projeto tem um alto conteúdo financeiro, é parte essencial do seu desenvolvimento.

Para gerenciar os riscos do projeto de forma eficiente, e mitigá-los, o PMBOK utiliza a seguinte abordagem (PMBOK, 2004, p.237):

1. Planejamento: Onde ocorre o processo de tomada de decisão e os procedimentos para o gerenciamento do risco são traçados;
2. Identificação de riscos: Identificação de prováveis fatores de risco em relação aos objetivos do projeto, determinando suas características e documentando os resultados;
3. Análise qualitativa: Etapa que prioriza a análise dos fatores de risco do projeto qualificando quanto a sua importância, não constituindo como um cálculo preciso de tempo e custo;
4. Análise Quantitativa: Processo de avaliação quantitativa da probabilidade de importantes fatores de risco e análise dos seus efeitos sobre os objetivos do projeto;
5. Resposta ao risco: Processo de seleção e determinação das reações, a fim de aumentar as oportunidades e diminuir as prováveis ameaças de um projeto;
6. Monitoramento e controle: Processo de monitoramento contínuo dos fatores de risco identificados, controlando os fatores de risco existentes e definindo os novos.

Com a utilização dessa abordagem estruturada na composição do projeto, facilita a aprovação da operação Project Finance pelo BNDES, uma vez que o projeto ganha suporte e maior credibilidade ao identificar e mapear os riscos envolvidos, analisar os que devem ser mitigados e aceitos pela organização, uma vez que essa modalidade permite o compartilhamento de riscos operacionais e financeiros entre as várias partes interessadas, e de forma mais flexível do que o financiamento direto convencional. O compartilhamento de riscos é vantajoso quando os riscos econômicos, técnicos, ambientais ou decorrentes de regulamentação de riscos legais são de tão grandes tornaria imprudente que uma única parte os assumisse. Uma estrutura de financiamento que facilite a propriedade e a alocação de

riscos múltiplos é atraente em projetos onde as economias de escala são possíveis e os benefícios são perceptíveis a várias partes.

Para Carvalho (2005), a alocação de riscos de um Project Finance segue três critérios:

1. Aloca-se riscos segundo a capacidade específica de gerenciamento de risco de cada agente;
2. O que não for possível atender do 1º critério, aloca-se risco às partes menos vulneráveis aos eventos subjacentes aos riscos;
3. Por último, aloca-se aos Patrocinadores/donos aos riscos residuais.

Com isso, analisaram-se dois materiais advindos do BNDES: um desenvolvido por Moreira (1999), que é engenheiro do BNDES, e o outro por Borges e Faria (2002), publicado na Revista do BNDES. Com bases nas informações analisadas, montou-se no Quadro 1, que contempla os principais tipos de riscos que podem ocorrer durante a aprovação de um Project Finance.

Tipo de Risco	Característica
Risco de <i>Completion</i>	É o risco usualmente assumido pelos Patrocinadores junto aos Credores, sendo o mais relevante em um <i>project finance</i> , quando os atrasos e a elevação orçamentária (<i>overun</i>) podem afetar a viabilidade do empreendimento. Os Credores têm uma tendência de exigir dos Patrocinadores uma garantia plena até a conclusão do empreendimento
Risco de Preço do produto	Risco de geração insuficiente de caixa por queda no preço do produto
Risco de Incremento nos custos	Ocorre principalmente em relação aos preços dos insumos (matérias primas, energia etc.)
Risco de Mercado	Este risco pode ser parcialmente ou totalmente eliminado por contratos de compradores de produtos, com cláusula <i>Take or Pay</i> com preços flutuantes, indexados ou fixos
Risco de Obsolescência	Embora sempre presente em qualquer negócio, é mais comum nos empreendimentos geradores de tecnologia de ponta. Por isso estes projetos não são apropriados para estruturação em <i>project finance</i>
Risco Cultural	Envolve questões culturais e religiosas que possam afetar o empreendimento. Este risco, às vezes, transcende a questão governamental. Estes riscos são normalmente cobertos por agências de seguros
Risco Ambiental	É bastante minimizado com garantias do governo local quanto à aceitação do empreendimento conforme sua concepção
Riscos advindos de fatores externos ao empreendimento	Cuja previsibilidade não era possível determinar a priori
Risco de Descasamento cambial	É fundamental a estruturação do empreendimento com casamento entre as moedas previstas no fluxo de caixa do empreendimento
Risco País	É regularmente mitigado com operações junto a entidades internacionais. As agências, regularmente, exigem uma relação com o país de origem como fornecedor de equipamentos, capital ou crédito
Risco Legal	É o risco de alteração do ambiente legal, oriundo de alterações de legislações que venham a afetar o empreendimento. Acordos governamentais podem imprimir maior segurança, devendo também ser realizadas operações

	com agências seguradoras
Risco Comercial	O conceito ideal de fim da implantação e início do risco comercial não é a conclusão da obra ou o início da produção, mas a estabilização das receitas geradas pelo projeto
Risco Financeiro	Refere-se à exposição aos efeitos de possíveis desequilíbrios no fluxo de caixa do projeto decorrentes da descontinuidade em relação às projeções quanto à inflação, taxa de juros e câmbio
Risco Setorial	Variáveis que influenciam o desempenho do setor no qual está alocado o projeto
Riscos Estratégicos com coberturas contratuais	Podem ser mitigados revendo-se prioridades estratégicas ou tomando-se cuidados especiais na forma jurídica de sua contratação
Riscos Seguráveis	Passíveis de serem mitigados por meio da cobertura de uma apólice de seguro
Riscos com cobertura por derivativos	Podem ser mitigados por meio de instrumentos financeiros chamados derivativos (seu valor deriva de outro ativo)

Quadro 1 – Principais tipos de riscos envolvidos na aprovação de um Project Finance

Cada tipo de risco pode envolver uma ou mais medidas mitigadoras. Borges e Faria (2002) destacam como principais instrumentos utilizados na mitigação de riscos os seguros, as garantias complementares (aval, hipoteca, carta de fiança, entre outros), os instrumentos de mercado (itens disponíveis no mercado de capitais, como, por exemplo, instrumentos de *hedging*) e os contratos (específicos para o risco que se quer mitigar).

5. Considerações Finais

Com base na análise de todo material coletado e analisado, pôde-se concluir que a estruturação de projetos de investimento baseados em Project Finance constitui prática das mais atuais para os agentes brasileiros e de grande relevância para o financiamento de infraestrutura, setor que demanda um crescente volume de crédito.

Um aspecto de extrema relevância é a atenuação ou mitigação de riscos. Este item é único em cada empreendimento, visto que depende de negociações entre seus participantes. Para Borges e Faria (2002), este é um processo relativamente demorado, pois, para se chegar à estrutura definitiva do projeto, realiza-se um protocolo de intenção, um acordo de desenvolvimento conjunto e um acordo de confidencialidade.

O Project Finance é possível quando a demanda for relativamente forte, onde sejam aceitos contratos de longa duração e quando os contratos conterem dados fortes para que os investidores disponibilizem os recursos necessários para completar o projeto (VIEIRA, 2005). Em sua estruturação, destacam-se os seguintes itens como determinantes para o sucesso dessa técnica: Acordo entre partes financeiramente responsáveis para a captação de recursos; Garantias baseadas no projeto, que gerem dinheiro suficiente para cobrir o empréstimo e garantias das partes para que se tornem indispensáveis os recursos financeiros para bancar o projeto.

Com isso, buscou-se fazer uma avaliação do cenário atual do Project Finance no Brasil, a partir de informações do BNDES, conceituando e identificando suas principais características. Foram analisados os fatores de risco que mais influenciam uma avaliação dessa modalidade de financiamento, gerando uma tabela que lista e explica esses diversos tipos de riscos envolvidos.

Conclui-se assim que o mercado brasileiro ainda carece da falta de alternativas completas para a mitigação dos riscos, onde os agentes financeiros não assumem todos os riscos de um financiamento nessa modelagem de projeto. Embora a principal garantia seja constituída pelo

próprio fluxo de caixa, em diversas ocasiões os acionistas do projeto têm de assumir parcela importante dos riscos, representada pelo risco político (VIEIRA, 2005).

A pesquisa comprovou também que existem evidências que a utilização de Project Finance não apenas contribui para a geração de valor mas, também, é a forma de estruturação mais adequada. Consegue-se determinar o risco assumido por cada uma das partes, reduz-se a responsabilidade dos acionistas sobre a dívida da SPE, bem como se define claramente o papel de cada um dos participantes.

Entre as dificuldades para realização da pesquisa, destaca-se o levantamento e análise crítica das informações, possibilitando assim a organização e apresentação do quadro de resultados. Como continuidade de pesquisa, sugere-se a análise e comparação de outros meios de financiamento de projetos, identificando os pontos favoráveis e desfavoráveis em relação ao Project Finance, assim como estudar as formas de financiamentos utilizadas em outros países.

Referências

ALENCAR, F. F.; CASTILHO, W. F. *PCH – Project finance e estudo de caso*. Artigos técnicos, 2010. Disponível em < <http://www.cerpch.unifei.edu.br/Adm/artigos/bb6bc89ac9fe069e52409a07745470bb.pdf> >. Acesso em: 05/06/2014.

BNDES. *BNDES Project Finance*. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/>. Acesso em: 30/04/2014.

BORGES, L.; FARIA, V. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-Estrutura no Brasil*. Revista do BNDES. Vol. 9, n. 18, p. 241-280, 2002.

CARVALHO, A. *Project Finance*. Belo Horizonte, 2005.

COSTA, M.; SILVEIRA, L. *O project finance como estrutura de financiamento mitigadora de riscos e sua utilização em projetos de investimento em usinas termelétricas brasileiras*. XXVI ENEGEP - Fortaleza, 2006.

DOS SANTOS, S. *Aplicação de Project Finance para alavancagem de empreendimentos hidrelétricos de pequeno porte*. Universidade Federal de Itajubá – Dissertação de Mestrado. 2003.

DUARTE JR., A. M.; VARGA, G. *Gestão de riscos no Brasil*. Rio de Janeiro: Finanças e Consultoria, 2003.

FARIA, V. *O papel do Project Finance no financiamentos de projetos de energia elétrica: caso da Uhe Cana Brava*. Universidade Federal do Rio de Janeiro – Tese de Mestrado, 2003.

FERREIRA, N. *A importância da Gestão do Fluxo de Caixa no processo decisório das empresas*. Universidade Federal da Paraíba – Monografia, 2003.

GALDÃO, A.; FAMÁ, R. *A influência das teorias do risco, da alavancagem e da utilidade nas decisões de investidores e administradores*. III SEMEAD, 1998.

GIL, A. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1991.

JUNQUEIRA, L. et al. *Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período 1995-2002*. Revista Economia & Gestão – vol. 10, n. 23, 2010.

KLEIMEIER, S.; MEGGINSON, W. L. *Are Project Finance Loans Different From Other Syndicated Credits?*. Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 13, n. 1, 2000.

LAKATOS, E.; MARCONI, M. *Fundamentos de Metodologia Científica*. São Paulo: Atlas; 6. ed.; 2008.

MARSHALL, C. *Medindo e gerenciando riscos operacionais em instituições financeiras*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

MOREIRA, H. *Project Finance: uma abordagem por um engenheiro do BNDES*. 1999.

OLIVEIRA, A. *Método para avaliação de risco operacional em bancos*. Universidade Federal de Santa Catarina – Dissertação de Mestrado, 2004.

PEREIRA, J. *Gestão de Risco Operacional: Uma avaliação do novo acordo de capitais - basileia II.* Revista contemporânea de contabilidade, pp. 103-124, 2006.

PINTO JR.; Helder, Q. *Estratégias de financiamento.* **KUPFER, D.; HASENCLEVER, L.** *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2002. p. 469-481.

PMBOK. *Risk Management.* PMI, Estados Unidos, 2004.

ROSALINO, I.; SOARES, L. *As sociedades de propósito específico como um novo modelo organizacional – a possibilidade da conjugação de recursos públicos e privados.* 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008.

SILVA, E.; MENEZES, E. *Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação.* 4. ed. 2001.

SZUSTER, N. et al. *O fim do off-balance sheet em Project Finance: um estudo dos aspectos contábeis da consolidação de sociedades de propósito específico.* Revista Universo Contábil, vol. 4, n. 1, p. 06-24, 2008.

VIEIRA, Augusto César Soares, et al. *A utilização de ferramentas de Project finance no Brasil e a geração de valores a empresa – Estudo de casos.* Jovens Pesquisadores, Vol. 2, No 1 (2), jan.-jun./2005.