

Estruturação do Project Finance para o Campo de Petróleo de Marlim

Autoria: Albino Lopes d'Almeida

Resumo:

Ao lado das tradicionais formas de captação de recursos utilizadas pelas empresas vem crescendo a de projetos estruturados (*project finance*). Tal tipo de estruturação, adequada a projetos de grande porte, vem sendo empregada mundialmente nas áreas de energia e infra-estrutura.

No Brasil um dos principais *project finance* desenvolvidos foi o Projeto Marlim, destinado a captar recursos para a complementação do desenvolvimento do campo de Marlim, situado na Bacia de Campos, e o maior do país, com produção que se aproxima dos 600.000 barris diários, o que representa quase 40% da produção nacional.

Este trabalho apresenta, além de conceitos básicos desse tipo de financiamento e informações sobre o campo petrolífero, o desenvolvimento do projeto, incluindo as fases de estruturação, montagem, negociação, fechamento e acompanhamento. O projeto envolveu valores da ordem de US\$ 1,5 bilhão captados tanto no mercado doméstico quanto no internacional, através de capital de acionistas, emissão de *commercial papers*, debêntures, *Medium Term Notes* e empréstimos-ponte. Sua duração é de 10 anos e utiliza duas SPC (empresas de propósito específico) em sua configuração.

1 – Introdução

O início da exploração marítima de petróleo no Brasil remonta ao ano de 1968 quando foi construída a primeira sonda marítima no país, a PA-01 (Petrobras I), no estaleiro Mauá; e foi contratada uma plataforma auto-elevável estrangeira (da Zappata Offshore) para aqui atuar. O primeiro poço perfurado foi o 1-ESS-1, no litoral capixaba, mas sem sucesso. Ainda neste ano foi descoberto Guaricema, em Sergipe, o primeiro campo *offshore* no Brasil. Mas o grande salto foi a descoberta da Bacia de Campos (campo de Garoupa em dezembro/1974), que começou a ser produzida em agosto/1977 (poço 3-EN-1-RJS, campo de Enchova) e é hoje a maior província petrolífera nacional, responsável por mais de 80% da produção brasileira.

O Campo de Marlim, descoberto em janeiro de 1985, localiza-se na porção nordeste da Bacia de Campos, litoral norte do Estado do Rio de Janeiro, distando cerca de 105 km do continente, em profundidade que varia entre 650 e 1050 metros. Ocupa uma área de 132 km² e apresentava em 31/12/2002, reservas totais de 1,702 bilhões de barris de óleo e 19,20 bilhões de m³ de gás.

A produção do campo superou 586.000 bpd (barris por dia) em 2002 (pico de 615.762 em abril/2002), provenientes das plataformas P-18, P-19, P-20, P-26, P-32, P-33, P-35 e P-37. São oito unidades estacionárias de produção (UEP), sendo quatro do tipo semi-submersível e quatro do tipo FPSO (Floating Production Storage & Offloading). Todo o óleo produzido é acumulado em navios-cisterna (FSO) ou nos próprios FPSOs e, a cada seis dias, o óleo é transferido para navios aliviadores, que o transportam até os terminais marítimos.

A produção foi iniciada em março de 1991, através de um sistema pré-piloto, substituído no ano seguinte por um sistema piloto. Tais sistemas buscavam um maior conhecimento do campo e o desenvolvimento das tecnologias necessárias para tanto. Em

virtude da complexidade e vulto do projeto, seu desenvolvimento foi dividido em 5 estágios ou módulos, de forma a facilitar a análise das alternativas, o gerenciamento dos recursos físicos e financeiros, e a implementação a partir da receita de suas fases iniciais. Com a interligação dos módulos (segmento do campo e facilidades de produção a ele associadas) garante-se maior segurança mitigando-se o risco de paradas de produção no caso de ocorrência de acidente em uma das plataformas.

A vida útil do campo é superior a 20 anos e seu desenvolvimento envolve a perfuração de 126 poços, sendo 81 produtores e 45 injetores (poços para aumentar a pressão do reservatório e permitir maior índice de recuperação do óleo nele contido). O óleo de Marlim, embora pesado (grau API 19,7), apresenta baixo teor de enxofre e é livre de metais, o que o torna ambientalmente interessante. O reservatório, com alta permeabilidade, apresenta espessura média de 40 metros, atingindo picos de 140 metros.

A maior parte do volume produzido é refinado no Brasil, mas uma parcela é exportada (cerca de 240.000 bpd em 2002) devido a restrições do parque de refino nacional em processar tal tipo de óleo. A primeira carga teve como destino a OMV austríaca em 1996 e, atualmente, os principais mercados são a Europa, Oriente Médio e América do Norte, tendo como maiores clientes a Exxon Mobil, Reliance e Petrotrin. Graças ao óleo de Marlim a Petrobras tornou-se a principal empresa exportadora brasileira em 2002.

2 – Project Finance

Projeto estruturado, ou *project finance*, diferentemente dos empréstimos corporativos, destina-se a financiar projetos específicos, através dos quais o pagamento da dívida é garantido pelo fluxo de caixa a ser gerado pelo empreendimento, evitando a obrigação de oferecimento de garantias reais. Assim os investidores aceitam como garantia apenas as receitas futuras do projeto e a propriedade das instalações a serem construídas. Seu risco é minimizado através de obrigações contratuais, detalhadas e exaustivamente negociadas entre as partes envolvidas.

A estruturação do financiamento sempre contempla a criação de uma firma-projeto, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou, em inglês, *Special Purpose Company* (SPC). Esta empresa, constituída pelos financiadores, irá obter os recursos financeiros junto a investidores do mercado financeiro para construir as instalações necessárias. Todos os recursos e responsabilidades são centrados na SPC, formada através do capital de seus acionistas e da dívida contraída junto aos investidores.

Entre as vantagens do uso de uma SPC podemos apontar:

- O empreendedor não compromete seu balanço (*off-balance sheet*) com um alto endividamento por um longo prazo de maturação, melhorando suas demonstrações financeiras;
- O empreendedor preserva sua capacidade de alavancagem, evitando que fique impedido de desenvolver novos projetos até que as garantias empenhadas sejam novamente liberadas;
- Viabilização de projetos grandes demais para um único patrocinador;
- Afastamento de créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais), sendo um *senior debt*, isto é, tem preferência de recebimento em caso de *default* (inadimplência);
- Obtenção de melhor classificação de risco, em geral;

- Evita-se o uso de garantias reais (hipoteca de imóveis, penhor de bens móveis, caução de dinheiro, direitos e títulos, alienação fiduciária de bens) ou pessoais (fiança em contratos ou aval em títulos de crédito) dos patrocinadores: *non recourse* ou *limited recourse*.

O *project finance* é uma modalidade adequada a projetos intensivos em capital, com investimentos elevados e longos, como em empreendimentos de infra-estrutura e energia. Da mesma forma que os recursos são destinados exclusivamente ao projeto e não ao restante da companhia empreendedora, as receitas e ativos são também segregados do risco do empreendedor. Presume maior risco para o financiador que, portanto, exige remuneração maior e se preocupa mais com o risco do projeto (qualidade dos créditos) que o dos sócios, exigindo separação legal nítida entre os patrocinadores e a SPC constituída.

Na estruturação é ponto crítico a análise dos diferentes riscos do projeto, como os de construção, de operação, de suprimento ou de matéria-prima, da produção ou do mercado. Também os fatores macro-econômicos como o impacto de inflação elevada, instabilidade da taxa de câmbio, taxa de juros e incerteza política e econômica. Deve ser levada em conta, ainda, a liquidez do mercado em relação à emissão da dívida.

Os riscos devem ser identificados, quantificados e distribuídos entre os participantes da forma mais adequada, sendo imputados ao mais apto a absorvê-los, controlá-los e gerenciá-los. Isto significa que o risco será tomado pelo que tem mais capacidade de reduzir sua frequência ou severidade, maior acesso aos meios de mitigação e que possa gerar uma cobrança de prêmio de risco menor. Procura-se uma relação “ganha-ganha” de modo a que os investidores fiquem satisfeitos com o risco do crédito.

A estrutura contratual é fundamental para o sucesso da operação definindo os parâmetros e avaliando as condições que possam afetar a estabilidade das receitas futuras, o que é essencial na determinação da capacidade creditícia do projeto. Quanto mais complexa a estrutura mais cara ela é, com pagamento de comissões, demora na liberação dos recursos e taxas menos atraentes. Devem ser evitadas as brechas contratuais em que uma das partes se sinta prejudicada e recorra a tribunais para ressarcimento.

Pela necessidade de oferecer garantias em contrapartida à liberação de recursos e pela natureza da operação que leva a uma adequada mitigação de riscos, a estruturação de um *project finance* envolve a elaboração de muitos contratos entre financiadores, investidores, bancos, agentes fiduciários, seguradores etc, com a participação de advogados, contadores, auditores, engenheiros, etc. Desta forma, os seus prazos e custos de estruturação são superiores aos de um financiamento corporativo e, em geral, são viáveis apenas para projetos de porte elevado em que os custos de *overhead* possam ser diluídos no valor da captação total.

Por outro lado, o acesso a recursos de instituições oficiais de crédito (de baixo custo e longo prazo) pode fazer com que as taxas de juros efetivas sejam compatíveis com às dos financiamentos corporativos, pois sinalizam aos investidores em potencial um menor risco. Entre estes organismos de fomento temos agências multilaterais como o Banco Mundial e seu braço financeiro IFC (International Finance Corporation), BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e OPIC (Overseas Private International Corporation); e agências de fomento nacionais como o JBIC (Japão) e BNDES (Brasil).

2.1– *Project Finance* na Petrobras

Até 2002 a Petrobras teve seus investimentos sujeitos aos controles de déficit público, que incluem os gastos dos governos federal, estaduais, municipais, empresas públicas e de empresas controladas pela União. Quando se estrutura um projeto na modalidade *project finance* não há desembolso para construção das instalações e, portanto, não há dispêndio a ser coberto pelo orçamento. Em termos orçamentários a estruturação do projeto nesta modalidade compatibiliza as metas do Governo de superávit primário das contas públicas com a da companhia de aumentar sua produção desenvolvendo novos projetos.

Os recursos necessários para a construção das instalações são previamente assegurados, o que os torna protegidos contra eventuais restrições orçamentárias que possam atingir a Petrobras ou crises de liquidez nos mercados financeiros. E, muitas vezes, há acesso a fontes de financiamentos de instituições oficiais de crédito no exterior, com custo baixo e de longo prazo (até 10 anos); embora com processo de negociação longo e complexo. Uma fonte tradicional é o JBIC (Japan Bank for International Cooperation), banco oficial japonês, que fornece linhas de crédito a empresas internacionais em setores da economia que possam estimular o crescimento japonês.

Os projetos, através das SPE, passam a ter balanços próprios e o relacionamento com a Petrobras se dá através de contratos de utilização da capacidade das instalações para produzir o petróleo. Segundo as práticas contábeis aplicáveis no Brasil, o endividamento fica na SPC e não no balanço da Petrobras. Isto produz um efeito benéfico a médio prazo, pois reduz a percepção de risco do crédito da companhia trazendo uma redução dos *spreads* nas taxas de juros pagas nos demais empréstimos corporativos.

Há, ainda, criação de valor para os acionistas da empresa considerando que seu valor é igual ao valor presente do seu fluxo de caixa futuro descontado a uma certa taxa de atratividade. Assim este fluxo pode ser incrementado sem a necessidade de investimento próprio.

Entre os *project finance* desenvolvidos para a área de E&P (Exploração e Produção), ramo extrativista da indústria do petróleo, podem ser citados Marlim, Nova Marlim e Albacora, que são consórcios não-operacionais; e Barracuda – Caratinga, EVM (Espadarte, Voador e Marimba) e PCGC (Pargo, Carapeba, Garoupa, Cherne e Congro), que são *leasings* operacionais.

3– Estruturação

O monopólio do petróleo foi extinto no Congresso Nacional através da Emenda Constitucional n. 9 de 9/11/1995 (autoriza a União a contratar empresas estatais ou privadas para exercer atividade no setor petróleo) e da Lei 9478, de 6/8/1997 (revoga a Lei 2004 que instituiu o monopólio).

No final do ano de 1997 a Petrobras enfrentava condições bastante adversas: o preço do petróleo no mercado internacional estava em queda acentuada e as restrições de endividamento muito rígidas, em virtude do controle orçamentário aplicado às empresas estatais em decorrência dos acordos do país com o Fundo Monetário Internacional (FMI). No ano seguinte as condições ainda iriam piorar com o barril do óleo Brent caindo para um preço inferior a US\$ 10 e as consequências sobre o orçamento da empresa em razão do agravamento da situação financeira internacional (crise asiática em 1997) e a moratória russa. Além disso parte significativa do orçamento da empresa estava comprometido com o desenvolvimento do gasoduto Brasil-Bolívia.

O ambiente era desafiador, pois a empresa tinha recursos escassos para expandir a produção de campos já conhecidos (como Marlim) e explorar outros recentemente descobertos (como Roncador), dentro dos prazos impostos pela Agência Nacional do Petróleo (ANP); e sob o risco de perder as concessões caso os prazos não fossem cumpridos. O desenvolvimento do campo de Marlim já consumira até então recursos da ordem de US\$ 2,6 bilhões e para a sua complementação seriam necessários mais US\$ 2,34 bilhões.

Na Petrobras, os projetos têm seu processo de avaliação econômica realizado sem considerar a estruturação financeira. O EVTE (Estudo de Viabilidade Técnico-Econômico) de cada projeto é elaborado por uma equipe multidisciplinar (unidade de negócio, planejamento, finanças, engenharia, jurídico e outras necessárias). Uma vez comprovada sua viabilidade, o projeto é encaminhado para aprovação da Diretoria Executiva.

Para a implantação do projeto é então considerada a conveniência de utilizar-se ou não o financiamento. Caso se opte pelo financiamento, principalmente em grandes projetos, as condições do financiamento, bem como as linhas mestras dos contratos de *project finance*, são então levados à nova aprovação da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração.

Em dezembro de 1997 Petrobras e BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) iniciaram estudos para definir a forma e as fontes de recursos para concluir o desenvolvimento do campo. O BNDES é uma empresa pública federal vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior que tem como objetivo o financiamento de longo prazo para empreendimentos industriais e de infra-estrutura que contribuam para o desenvolvimento do país.

Para a estruturação financeira do projeto foram solicitadas propostas de vários bancos com experiência nesse serviço, sendo definida como vencedora, em julho/1998, a apresentada pelo ABN Amro e o Rothschild. O pagamento dos custos de estruturação foi condicionado à conclusão da operação.

A solução adotada contemplou um projeto de US\$ 1,5 bilhão e a criação de uma SPC brasileira (para possibilitar a participação do BNDES), a Companhia Petrolífera Marlim – CPM –, sediada em Macaé (RJ), com capital (*equity*) equivalente a US\$ 200 milhões (oriundo de acionistas nacionais não atuantes em petróleo e energia) e que iria ao mercado de capitais para obter o restante, a dívida (*debt*) de US\$ 1,3 bilhão. A empresa foi constituída em novembro de 1998 e sua capitalização foi iniciada no mês seguinte. A estrutura é apresentada na Figura 1.

Foi constituído um consórcio, o Consórcio Marlim, entre a Petrobras - que é a empresa que tem a concessão total do campo (outorgada pela ANP em 6/8/1998) e continuará a tê-la com exclusividade - e a CPM. Por ele a Petrobras contribui com serviços, operação e manutenção dos ativos alocados ao campo; e comercializa o óleo produzido, repassando ao outro consorciado sua parte na receita em espécie.

Enquanto isso a CPM adquire equipamentos e contrata serviços com os recursos por ela captados; e é remunerada pelos ativos constituídos. Estes gastos com remuneração são contabilizados como custos operacionais da Petrobras. Este procedimento é objeto de registro específico nos relatórios de resultados da empresa, atestados por auditoria independente.

Assim os ativos imobilizados ficam registrados no balanço da SPC e não da Petrobras. Na prática a CPM disponibiliza o capital obtido para o consórcio e a Petrobras transfere a

titularidade dos ativos para a CPM, tendo uma opção de compra e venda de ações desta empresa ao final do projeto (10 anos) por preço simbólico.

A receita gerada pelo projeto é partilhada pelas duas empresas. Como pagamento pela sua contribuição no consórcio, a CPM recebe sua parte limitada a 30% do total. De fato, sua participação é menor, sendo apenas o suficiente para cumprir todas as suas obrigações (remuneração dos acionistas, pagamento dos investidores e de despesas administrativas e legais).

Em junho de 1999 os acionistas da CPM criaram a Marlim Participações S.A. (MarlimPar), com estrutura de capital idêntica à da CPM original; e tendo esta como subsidiária integral da MarlimPar. A criação da nova empresa e a abertura de seu capital objetivaram a participação de entidades de previdência complementar (fundos de pensão) no projeto, atendendo a legislação pertinente: tais entidades são impedidas de dar em caução as ações que detêm.

A CPM não possui funcionários, não tem clientes e não estabelece relação direta com os fornecedores, estando seus relacionamentos restritos àqueles previstos nos contratos de consórcio. Tanto a CPM quanto a MarlimPar são administradas por um Conselho de Administração e por uma Diretoria. O Conselho de Administração é composto por 10 membros, sendo 5 titulares e 5 suplentes, todos com mandato de 1 ano; e há dois diretores.

Marlim

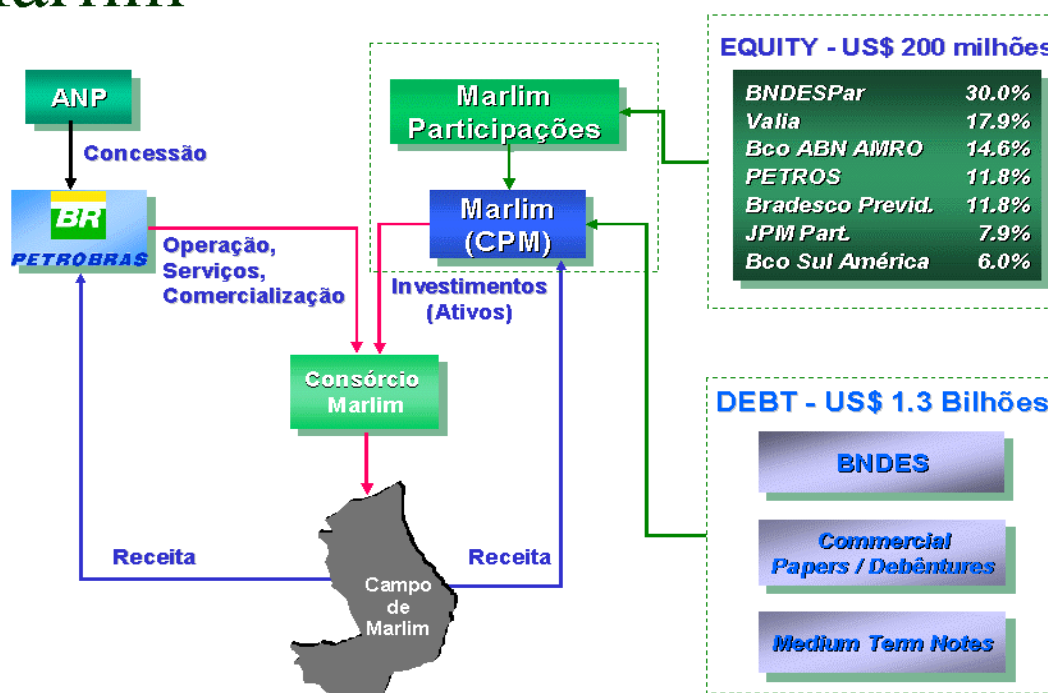


Figura 1 – Estrutura do Projeto Marlim

4 – Recursos Financeiros

4.1 – Capital

Equity é a parcela referente ao capital próprio da empresa, injetado pelos sócios ou acionistas, tendo menor prioridade de repagamento. O capital próprio da SPC foi constituído em duas parcelas iguais de reais equivalentes a US\$ 100 milhões: a primeira integralizada em dezembro/1998 pelo ABN Amro e o BNDESPar (subsidiária do BNDES) com participação de 70% e 30% respectivamente; e a segunda um ano após por um grupo de acionistas envolvendo transferência de ações. A distribuição acionária atual é apresentada no Quadro 1.

A remuneração dos acionistas ocorre semestralmente, através de 20 parcelas nos meses de junho e dezembro, durante a existência da empresa. A redução do capital é linear (5% a cada semestre) e os dividendos são calculados a partir da variação de um índice financeiro (taxa ANBID) e de um *spread* (lucro da operação financeira) que é função do preço médio do barril do petróleo Brent no mercado internacional no mês imediatamente anterior ao pagamento. Foi estabelecido um preço médio previsto para cada período e limites inferior e superior, com os valores intermediários sendo calculados por interpolação.

ANBID é a sigla para a Associação Nacional dos Bancos de Investimento, entidade representativa do segmento das instituições financeiras que operam no mercado de capitais. Seus associados são, basicamente, bancos de investimento e bancos múltiplos com carteira de investimento.

A Taxa ANBID é uma taxa pré-fixada divulgada pela ANBID, expressa em percentual, referente a cada dia útil, com período de vigência em dias corridos (em torno de 30), considerando os dias úteis do período.

Os preços dos diferentes tipos de petróleo diferem em razão da qualidade e custos de refino e transporte e são determinados em função de petróleos de referência, como o Brent, Dubai e WTI (West Texas Intermediate). Para tanto eles devem ser comercializados com frequência num mercado transparente, acessível a grande quantidade de participantes e com liquidez, onde as transações de compra e venda possam ser realizadas rapidamente. Apesar de funcionar como *benchmark* para uma produção diária de 20.000.000 de barris o petróleo Brent apresenta base física estreita (por volta de 750.000 bpd) e concentrada (dominada por menos de uma dúzia de companhias).

Existem vantagens na utilização dos índices escolhidos. A taxa ANBID - apesar de não muito empregada no mercado financeiro - é uma taxa pré-fixada, facilitando a prévia operacionalização dos cálculos e procedimentos para distribuição dos dividendos. O preço médio do óleo Brent, além do reconhecimento internacional, fica disponível rapidamente. Seu uso no projeto implica num compartilhamento de riscos pelos acionistas que se beneficiam do aumento das cotações internacionais e, conseqüentemente, maior rentabilidade.

ACIONISTA	PARTICIPAÇÃO (%)
BNDESPar	30,0
Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (VALIA)	17,9
Banco ABN AMRO Real S.A.	14,6
Bradesco Previdência e Seguros S.A.	11,8
Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS)	11,8
JPM Participações S/C Ltda.	7,9
Grupo Sul América	6,0

Quadro 1 – Distribuição Acionária da Companhia Petrolífera Marlim

4.2 – Dívida

A dívida (*debt*) é a parcela referente ao capital aplicado por terceiros (investidores) na empresa e que tem maior prioridade de repagamento (*senior debt*) em caso de um evento de inadimplemento (*default*).

4.2.1 – Crédito BNDES

A primeira parcela da dívida da CPM foi contraída logo na data de assinatura do contrato de formação do consórcio, em 14/12/1998. Foi celebrado um Contrato de Abertura de Crédito com o BNDES pelo qual foi aberta uma linha de crédito rotativo (*bridge loan*, empréstimo ponte que funciona como um cheque especial), pelo prazo de quatro anos, no valor-limite equivalente em reais a US\$ 200 milhões.

Os juros eram pagos semestralmente conforme a variação da UMBND, sigla para Unidade Monetária do BNDES, índice apurado e divulgado por este banco, que representa a variação de uma cesta de moedas internacionais. O total devido (principal) foi pago integralmente até 16/12/2002; no entanto, ele poderia ter sido liquidado com antecedência mediante prévio comunicado ao BNDES (10 dias úteis).

4.2.2 – Commercial Papers / Debêntures

A segunda parcela da dívida correspondeu a uma série de captações através de notas promissórias (*commercial papers*), títulos de empréstimo de curto prazo. Elas foram subscritas com prazo de vencimento máximo de 180 dias, as mesmas garantias dos demais elementos da dívida, nominativas, distribuição pública no mercado de balcão, com interveniência de instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição.

A integralização foi feita à vista, no ato da subscrição. Como não podem ser indexadas, as notas promissórias são emitidas com uma taxa de descontos inicial embutida, ou seja, um deságio sobre o valor de face. Os detentores dessas notas realizaram um *swap* de taxa de juros com a emissora de modo a vincular a sua rentabilidade à taxa do certificado de depósito bancário (CDI).

Foram seis emissões sucessivas, com cada uma servindo para rolar (ou alterar) as anteriores, conforme o Quadro 2. Estas captações, temporárias, de curto prazo aguardavam condições melhores do mercado em que pudessem ser obtidos recursos de mais longo prazo e a taxas mais atrativas.

Data	Valor (R\$ milhões)	Prazo de Vencimento (dias)
30/12/1998	250	180
25/06/1999	600	180
21/12/1999	600	178
29/12/1999	100	120
15/06/2000	450	180
11/12/2000	1000	90

Quadro 2 – Captações em *commercial papers* da Companhia Petrolífera Marlim

Em substituição à última parcela de notas promissórias a CPM fez uma emissão de debêntures, títulos de crédito ao portador de médio e longo prazo, emitidos em séries uniformes, que representam empréstimos amortizáveis e remunerados através de juros. Em geral esse tipo de ativo fica em poder de investidores institucionais (fundos de pensão e tesouraria de bancos), mas já começam a ser comprados por pessoas físicas.

A captação de recursos por debêntures pode ser feita por sociedade de ações (S.A.), de capital aberto ou fechado. As debêntures podem ser conversíveis, isto é, possibilitam a troca por ações da companhia emissora.

A emissão pode ser pública ou privada. No primeiro caso ela é aberta ao público em geral e deve ser registrada na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). A emissão privada é voltada para um grupo restrito, não sendo necessário o seu registro na CVM.

A emissão da CPM, com data de 1/12/2000 mas liquidação em 9/3/2001, foi de R\$ 1 bilhão através de 100.000 títulos de R\$ 10 mil cada. Foram duas séries, indexadas a índices financeiros mais um *spread*. A primeira de R\$ 700 milhões, referenciada ao CDI, com pagamento de juros semestrais (em junho e dezembro); a segunda, obviamente de R\$ 300 milhões, indexada ao IGPM, com pagamento de juros anuais, em dezembro. O vencimento das duas séries, com amortização total da dívida, ocorrerá em 1/1/2005.

A partir do primeiro aniversário da emissão é possível o resgate antecipado das debêntures por parte da emissora pelo valor total. É também permitido o resgate facultativo por parte dos debenturistas após um ano da emissão, mas com a aplicação de um deságio que decresce com o passar do tempo.

CDI (Certificados de Depósitos Interbancários) é um índice financeiro apurado e divulgado pela CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos) e que corresponde à variação da taxa média diária de depósitos interfinanceiros over extra-grupo. IGPM (Índice Geral de Preços ao Mercado) é um índice financeiro apurado e divulgado pela FGV (Fundação Getulio Vargas) e que registra o ritmo evolutivo de preços como medida da inflação nacional.

A remuneração final das debêntures ocorreu através de um processo de *bookbuilding*, sistema de leilão em que o mercado define a taxa a ser paga pelo papel, cabendo aos bancos coordenadores estabelecer um teto e aos investidores enviar ordens de intenção de compra. Estes têm, portanto, influência na formação da taxa e amplia-se o universo de participantes do processo. As ordens são enviadas, em geral, por fax e o banco coordenador apura a demanda pelo papel, ordenando as propostas em ordem crescente de *spread* exigido. Caso a demanda seja superior ao volume ofertado é feito um corte no nível equivalente à oferta e a taxa limite irá remunerar todos os investidores aceitos, mesmo aqueles que fizeram proposta

inferior. Naturalmente se ocorrer o oposto todos os investidores receberão a taxa máxima inicialmente proposta.

Na emissão da CPM os coordenadores foram o Unibanco e o Bank Boston (vencedores entre 10 propostas apresentadas) e os *spreads* máximos foram estabelecidos para as séries CDI e IGPM. Os coordenadores ofereceram garantia firme, isto é, asseguraram a compra, pelo valor máximo, de todos os títulos que não fossem absorvidos pelo mercado.

Devido à elevada procura no *bookbuilding* os *spreads* finais caíram, sendo que tais resultados se constituíram nas menores taxas entre todas as captações de debêntures desde 2001. Isto comprova a excelente imagem do projeto Marlim perante o mercado financeiro e os riscos bastante mitigados. A relação com todas as emissões de debêntures no ano 2001 é apresentada no Quadro 3.

DATA	EMISSION	PERÍODO (anos)
07/02/2001	Globo Cabo	3,0
07/03/2001	CP Marlim	5,0
07/03/2001	CP Marlim	5,0
14/03/2001	Vicunha Siderurgia	2,3
14/03/2001	Vicunha Siderurgia	-
21/03/2001	Itá	12,5
29/03/2001	Machadinho Energética	12,0
13/07/2001	CPFL	7,0
13/07/2001	CPFL	5,0
13/07/2001	Votorantim Finanças	4,0
26/07/2001	Telemar	5,0
11/09/2001	Corsan	3,0
27/09/2001	Finasa Leasing	2,5
29/10/2001	CEB	5,0
03/12/2001	CEMIG	8,0 / 10,0
18/12/2001	MRS Logística	6,0
18/12/2001	MRS Logística	6,0
21/12/2001	NovaMarlim	5,0
21/12/2001	NovaMarlim	7,0
26/12/2001	Copene	5,0
26/12/2001	Copene	5,0

Quadro 3 – Resultado de *Bookbuildings* de Emissão de Debêntures em 2001

O agente fiduciário é a instituição contratada para proteger os direitos e interesses dos debenturistas. Deve verificar a veracidade das informações contidas na Escritura de Emissão; acompanhar a observância da periodicidade na prestação das informações

obrigatórias, alertando os debenturistas acerca de eventuais omissões, falhas ou inverdades constantes de tais informações; verificar a regularidade da constituição de garantias reais e de eventuais garantias flutuantes e fidejussórias que venham a ser constituídas. Neste projeto a Planner Corretora exerce esta função.

4.2.3 – Medium Term Notes

São notas (*bonds*) emitidas no mercado internacional com juros pré-fixados e um programa definido de amortização.

A autorização para captação de US\$ 500 milhões em *bonds* pela CPM foi dada pelo Banco Central em outubro/1999. No entanto como as condições do mercado internacional não eram as melhores no momento (apreensão quanto ao “*bug* do milênio” e época de fechamento de carteira de investimentos de várias entidades financeiras), foi decidido lançar de imediato apenas parte do valor para garantir o sucesso da operação inicial e abrir caminho para os lançamentos posteriores.

A primeira captação foi decomposta em duas séries: uma em 17/12/1999 de US\$ 200 milhões e a outra em 1/2//2000 de US\$ 100 milhões. Ambas com amortização linear uniforme e pagamento de juros em 10 parcelas semestrais consecutivas, de junho/2000 a dezembro/2004.

A segunda captação ocorreu em 26/9/2000 envolvendo o valor total de US\$ 200 milhões e melhores condições de custo e prazo: pagamento de juros semestrais entre março/2001 e setembro/2008, e carência de 4 anos para a amortização linear em 8 parcelas semestrais de março/2005 a setembro/2008.

Captações no exterior envolvem a necessidade de contratos de câmbio junto ao Banco Central e o pagamento de Imposto de Renda (12,5% por dentro) sobre as transferências.

5 – Contratos

A estruturação jurídica de um *project finance* é, em geral, complexa, envolvendo grande quantidade de contratos e assessoria especializada. No caso do Projeto Marlim, além do apoio da área jurídica da Petrobras, foi contratado o escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice, posteriormente substituído pelo Souza, Cescon Avedissian, Barrieu e Flesch, ambos sediados em São Paulo.

A Companhia Petrolífera Marlim foi constituída em 3/11/1998 e, no mês seguinte, assinou uma **Carta Mandato** com o ABN que definia remuneração (comissões) e obrigações de captação dos recursos (valor e prazo).

Logo a seguir foi assinado o **Contrato de Agenciamento Fiduciário** com o Banco Chase Manhattan (hoje JP Morgan) definindo obrigações e comissões para a administração das contas da CPM e dos recursos nela depositados. São 3 contas:

- Conta Receita, onde a Petrobras deposita os montantes necessários e suficientes a que a CPM honre todos os seus compromissos e obrigações;
- Conta de Desembolso, onde são feitos os aportes (integralização de capital) e a partir da qual são efetuados todos os pagamentos, após receber a transferência dos recursos oriundos da Conta Receita;

- Conta Garantia, que funciona como um colchão para garantir os financiadores, devendo manter saldo suficiente para pagar todos os juros dentro de um certo período e uma parcela fixa de toda a amortização futura.

A Petrobras, que de fato administra a CPM, é autorizada a movimentar a Conta Desembolso através de notificações.

O **Contrato de Consórcio**, assinado entre a Petrobras e a CPM em 14/12/1998, estabelece os compromissos das duas empresas objetivando o desenvolvimento do campo de Marlim. Ele se extingue quando todas as obrigações forem cumpridas e os ativos da CPM forem transferidos a Petrobras livres de ônus ou encargos, via mudança de titularidade das ações da CPM.

O **Contrato de Suporte**, celebrado pelas mesmas empresas, na mesma data, complementa as obrigações da Petrobras. Estabelece que, se ocorrer algum Evento de Inadimplemento por causa desta última, o contrato é extinto e a dívida tem seu vencimento antecipado, tornando-se imediatamente exigível. E a Petrobras é obrigada a indenizar a CPM em valor suficiente para honrar integralmente as suas obrigações.

O **Acordo de Acionistas** regula, entre outras matérias, direitos de voto, dividendos, assembléias de acionistas, transferência de ações e eleição dos membros do Conselho de Administração.

A primeira versão do Acordo de Acionistas foi também celebrada em 14/12/1998 e, posteriormente, recebeu vários aditivos, um deles para tratar do estabelecimento de regras para a gestão da Marlim Participações. O Acordo permanece válido até o término do Contrato de Consórcio. No caso de admissão de novos acionistas (alienação de ações) os já participantes têm direito de preferência.

Pelo **Contrato de Opção de Compra de Ações** os acionistas da MarlimPar outorgaram à Petrobras uma opção de compra de parte das ações de sua propriedade, limitada a um valor percentual máximo, caso a legislação permitisse. No início do consórcio, a Resolução 2515 do Banco Central não permitia mas, posteriormente, ela caiu. A opção pode, então, ser exercida a qualquer tempo, mas até hoje não houve interesse em exercê-la.

Pelo **Contrato de Opção de Compra e Venda de Ações** os acionistas da MarlimPar outorgaram à Petrobras uma opção de compra e, em troca, a Petrobras outorgou a eles uma opção de venda na totalidade das ações da MarlimPar. Estas opções podem ser exercidas após o cumprimento de todas as obrigações assumidas no consórcio ou, alternativamente, após a ocorrência de um Evento de Inadimplemento.

5.1 – Garantias

Covenants corresponde a um sistema de garantia indiretas, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. Pode ser utilizado cumulativamente com garantias tradicionais.

Obrigações positivas são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa e à sua gestão de risco. Obrigações negativas são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora impedindo a prática de certos atos como, por exemplo: limitação do grau de endividamento, proibição de contrair novas obrigações, manutenção de um capital de giro mínimo.

As garantias oferecidas pela Petrobras aos acionistas da CPM, quando da ocorrência de um Evento de Inadimplemento, envolvem os seguintes itens, cada um deles regulado por um contrato específico:

- Penhor de Petróleo;
- Penhor de Ativos;
- Caução de Ações;
- Caução de Contas;
- Partilha de Garantias.

Pelo **Contrato de Penhor de Petróleo**, a Petrobras dá em penhor à CPM, e esta em sub-penhor a seus acionistas e investidores, a produção de petróleo do campo de Marlim (ou os derivados daí processados ou o montante resultante da sua comercialização) necessária para satisfazer todas as obrigações assumidas, por um prazo determinado. Este contrato é aditado periodicamente para incluir os adquirentes de títulos emitidos pela CPM.

Pelo **Contrato de Penhor de Ativos** a Petrobras dá em penhor à CPM todos os ativos de sua exclusiva propriedade que têm sua titularidade transferida até o valor total do projeto. Todos os ativos já foram transferidos através de 10 notas fiscais entre junho/1999 e novembro/2001. Este contrato é, também, aditado periodicamente para incluir os adquirentes de títulos emitidos pela CPM.

Pelo **Contrato de Caução de Ações** os acionistas da CPM deram aos investidores (partes garantidas) a totalidade das ações representativas do capital social de que são proprietários ou que venham a deter no futuro, bem como dividendos, bonificações e demais direitos relativos às ações caucionadas.

Pelo **Contrato de Caução de Contas** os investidores da CPM, exceto os debenturistas, recebem em penhor mercantil a totalidade dos recursos a qualquer tempo depositados nas contas Receita, Desembolso e Garantia.

Pelo **Contrato de Partilha de Garantias** os investidores reconhecem que seu objetivo é o recebimento integral das obrigações da CPM, devendo cooperar para atingir tal objetivo. E acordam que as garantias e qualquer receita, ativo ou valor pertencente à CPM deverão ser partilhados na proporção do principal de seus respectivos créditos em relação ao total das obrigações. A distribuição dos recursos a qualquer tempo fica sob a custódia do agente fiduciário.

6 – Conclusão

O Projeto Marlim tem sido muito bem sucedido, permitindo à Petrobras aumentar a produção do campo de 305.000 barris diários em dezembro/1998, quando foi constituído o consórcio, para mais de 600.000 bpd no primeiro semestre de 2002, conforme Figura 2. O projeto tem recebido uma avaliação bastante positiva dos acionistas, em virtude dos elevados *spreads* decorrentes do preço do barril de petróleo no mercado internacional (Figura 3). E os investidores também têm sido atraídos, como demonstrado pela procura e taxas obtidas no lançamento das debêntures.

Além dos riscos habituais de qualquer *project finance*, este contaria com os específicos como o de reservas, construção e operação de unidades, comercialização da produção, legislação ambiental e influência governamental (preço de venda do petróleo e

derivados, tributação, desregulamentação da indústria petrolífera, privatização da Petrobras).

No entanto tais riscos vêm sendo mitigados pela experiência da Petrobras no setor (líder mundial em exploração em águas profundas), pelo uso de tecnologia já provada, pelas estruturas de produção e distribuição do óleo existentes, pela liquidez do produto no mercado internacional e pelo interesse do Estado em trazer novos atores para o mercado, garantindo regras estáveis e atrativas, além da busca pela auto-suficiência. A quantidade e as características das garantias são suficientes para dar conforto a acionistas e investidores devido ao elevado índice de cobertura que torna desprezível o risco de *default*.

Em relação às reservas, no início do projeto foi feita uma avaliação independente pela empresa especializada Gaffney, Cline & Associates que fez estimativas superiores às da Petrobras, indicando o enfoque conservador utilizado pela empresa. É habitual em projetos de produção de petróleo que o período de produção seja o dobro do prazo de duração do *project finance*.

A Petrobras contrata anualmente uma apólice de seguro geral para ativos de toda a empresa. Nela estão incluídos os ativos do campo de Marlim, sejam os pertencentes à Petrobras ou os transferidos para a CPM. Isto atende à cláusula do Contrato de Suporte que estabelece que os bens integrantes da SPC recebam tratamento idêntico aos da Petrobras.

Também foi obtido *rating* de agências internacionais que analisaram o risco da CPM. A classificação de *rating* sinaliza aos investidores a capacidade de determinada empresa ou país de honrar seus compromissos financeiros. Pode ser usada uma escala global - em moeda estrangeira e local que permita comparações entre países - ou uma escala nacional. Prática corrente no mercado internacional expandiu-se no Brasil nos últimos anos devido, principalmente, à emissão de debêntures por empresas privadas. Estas, submetidas a um processo contínuo de análise por parte das classificadoras, têm que fornecer ampla abertura de informações.

Para a CPM a Moody's atribuiu classificação Aaa.Br, a Standard & Poor's o índice brAA+ e a Fitch atribuiu AA+ (bra), considerando os baixos riscos operacionais, o forte índice de cobertura do serviço da dívida e o suporte contratual da Petrobras. Quanto pior o *rating*, maiores serão os juros e maior o risco de *default*. Outra agência de renome internacional é a Duff & Phelps.

A CPM é hoje uma das maiores empresas do país (posição 157 nas 500 Maiores da revista Exame de julho/2002 e a de maior rentabilidade no segmento químico / petroquímico) e é administrada pela Petrobras, não tendo atividade operacional ou empregados. Nestes anos de existência teve como honrar seus compromissos financeiros (capacidade creditícia), mostrou-se apta a captar recursos a partir da sua estrutura financeira (capacidade de endividamento) e teve sua qualidade de crédito percebida pelo mercado (risco de crédito).

A estruturação de um *project finance* é sempre um processo trabalhoso que envolve variados profissionais (engenheiros, consultores financeiros, advogados especializados, contadores, auditores, despachantes...) e diversas etapas, como: contratações, registro da empresa junto a várias instituições como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), registros em cartórios, publicações legais, obtenção de *rating*, emissão de relatórios e divulgação em periódicos, *road-shows* (apresentações para o mercado financeiro) junto aos potenciais investidores, processo de *bookbuilding* e liquidação de títulos.

É importante ressaltar a forte sinergia que deve haver entre o grupo que estrutura um *project finance* e o que irá administrar a SPC criada. Na verdade o ideal é que seja o mesmo

grupo para evitar a descontinuidade e perda de informações. Muitas vezes, sob a pressão de fechar um projeto e obter o capital necessário, o estruturador assume compromissos que demandarão esforço desproporcional ou mesmo não poderão ser cumpridos em termos de prazos, geração de relatórios, levantamento de informações etc. Sempre que possível as obrigações devem ser reduzidas a um mínimo adequado às partes e os pagamentos de pequeno valor feitos com maior espaçamento no tempo.

Outro ponto importante é a administração econômico-financeira da SPC. Em projetos longos e de alto valor é comum a renegociação da dívida, com sua rolagem no tempo. As condições de mercado devem ser analisadas para a definição dos momentos de troca de dívida. Ao contrário do início de 2001, em que havia grande demanda por títulos de empresas bem avaliadas, o ano de 2002 trouxe uma retração tanto no mercado interno (indefinição eleitoral, desvalorização cambial, volatilidade elevada) quanto no externo (crise de confiança com a maquiagem de balanços de empresas de grande porte como a Enron e WorldCom). Como consequência o dinheiro se torna escasso ou disponível a taxas proibitivas.

Dando prosseguimento ao desenvolvimento do campo de Marlim e honrando o compromisso de nele investir mais US\$ 834 milhões, a Petrobras iniciou novo projeto, o NovaMarlim, que envolve consórcio com fortes semelhanças e boa parte dos participantes do projeto Marlim. Foram criadas as SPC's NovaMarlim Participações (holding) e NovaMarlim Petróleo. O novo consórcio foi constituído em dezembro/2001. Assim muito do aprendizado obtido com o primeiro projeto foi transferido para o segundo, possibilitando maior eficiência e menores cargas operacionais e administrativas.

8 – Referências

- ARNDT, R, MAGUIRE, G., *Private Provision of Public Infrastructure: Risk Identification and Allocation Survey Report*, Departament of Treasury and Finance, Melbourne, 1999.
- BORGES, L.F.X., Covenants: Instrumentos de Garantia em Project Finance, Rio de Janeiro: Revista do BNDES, jun/1998. Vol. 5 nº 09, pág. 105-121.
- D'ALMEIDA, A.L., Estruturação e Dimensionamento de Frota e Pessoal numa Empresa de Sondagem e Serviços Especiais em Petróleo. Tese de D.Sc., COPPE/UFRJ, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2000.
- FINNERTY, J.D., Project Finance: Engenharia Financeira Baseada em Ativos, Rio de Janeiro, Qualitymark, 1998.
- NEVITT, P.K.& FABOZZI, F.J., Project Financing, London, Euromoney, 2000.

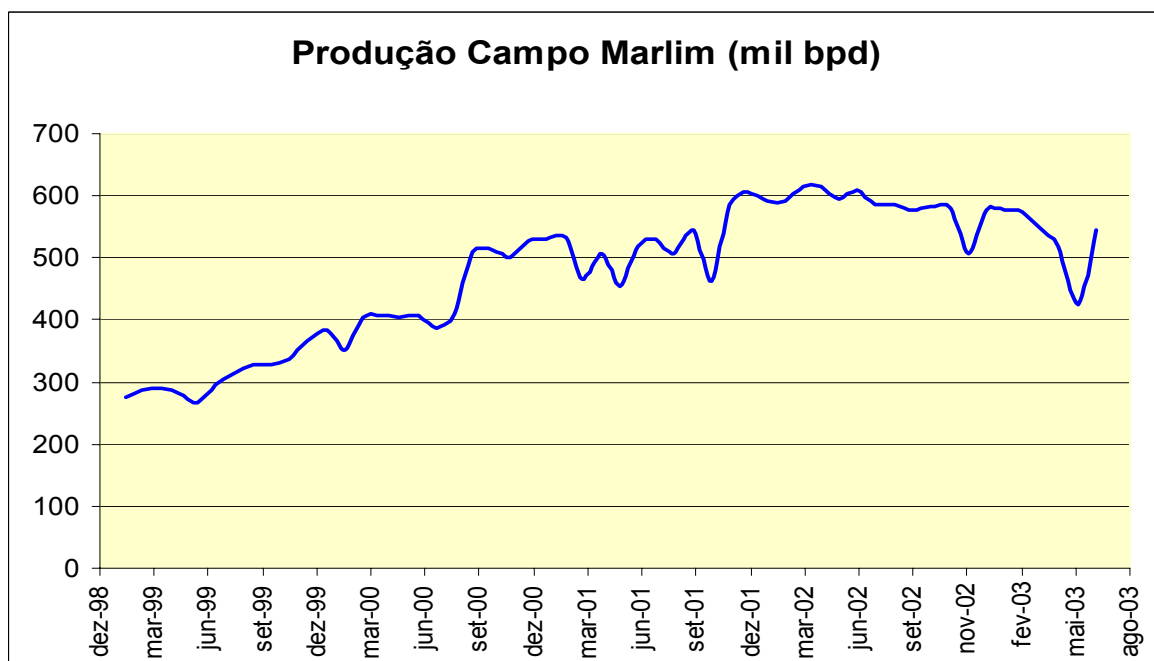


Figura 2 – Produção Média do Campo de Marlim (em milhares de barris por dia)

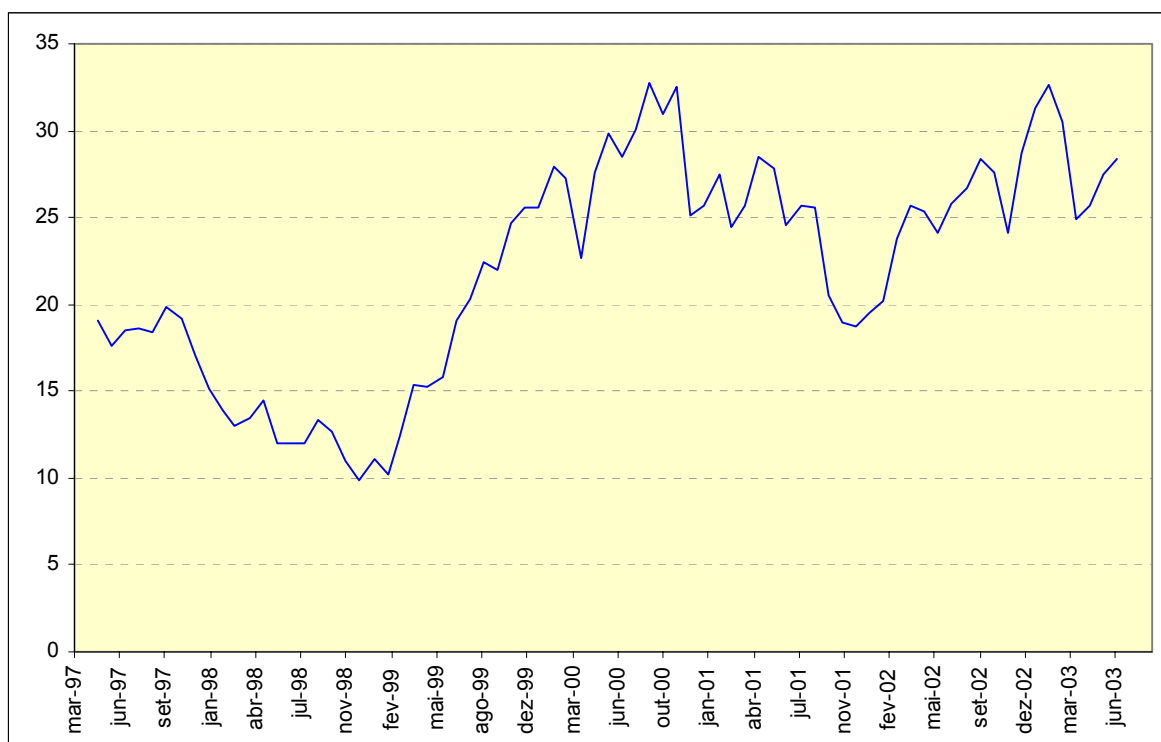


Figura 3 – Preço Médio do Óleo Brent (em US\$/barril)