



PROJETO MARLIM – O PROJECT FINANCE DO MAIOR CAMPO DE PETRÓLEO DO BRASIL

ALBINO LOPES D'ALMEIDA

PETROBRAS, Av. Republica do Chile 65/401-C Rio de Janeiro – RJ 22035-900
albinold@petrobras.com.br

RESUMO

Ao lado das tradicionais formas de financiamento utilizadas pelas empresas vem crescendo a de projetos estruturados (*project finance*) na qual as garantias para os investidores se baseiam no fluxo de caixa futuro do projeto e na propriedade das instalações a serem construídas. 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 já ultrapassa 600.000 barris diários, o que representa 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.

Palavras – chave: Projetos Estruturados, Petróleo, Captação Financeira.

ABSTRACT

Many worldwide companies are developing project finance structures to provide capital investment. In this kind of structure lenders attention is focused on project future cash flow and in the future constituted assets ownership. It is commonly used in big projects including infrastructure and energy activities.

This paper presents Marlim Project, one of the most important Brazilian project finance projects and aimed to obtain funding for Marlim oilfield production development. Situated in Campos Basin. Marlim is the biggest oil field in Brazil producing more than 600.000 bpd (almost 40% of the country production).

Originally, permanent funding for U.S.\$1.5 billion project provided by equity contributions of U.S.\$200 million and debt financing of U.S.\$1.3 billion. Debt portion obtained through placement of U.S.\$500 million medium-term notes, a Loan Agreement with BNDES of US\$200 million and remaining debt portion was obtained through the placement of R\$1 billion (U.S.\$508 million) of medium-term notes in the domestic market in March 2001.

Key Words: Project Finance, Oil, Funding.



1 – Introdução

O Campo de Marlim, descoberto em janeiro de 1985 após a perfuração do poço 1-RJS-219A, 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 lâmina d'água que varia entre 650 e 1050 metros. Ocupa uma área de 132 km² e apresentava em 31/12/2001, reservas totais de 1,843 bilhões de barris de óleo e 20,52 bilhões de m³ de gás.

A produção do campo, no primeiro quadrimestre de 2002, superou 600.000 bpd, 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); delas quatro são 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 FPSO's. 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 do projeto 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. Seu desenvolvimento envolve a perfuração de 122 poços, sendo 80 produtores e 42 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), apresenta baixo teor de enxofre e é livre de metais, o que o torna ambientalmente interessante. A maior parte do volume produzido é refinado no Brasil, mas uma parcela é exportada.

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. Toda a dívida é centrada na SPC, 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);
- 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): *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 8.80.6(n)73 Tw(õs rec)1D0:2058(t)-9.5.0112 TDf0:0147 Tw(£.6()TJT0:009(a



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 conseqüências sobre o orçamento da empresa em razão do agravamento da crise financeira internacional e a moratória russa.

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, dentro dos prazos impostos pela Agencia 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.

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. 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, a Companhia Petrolífera Marlim – CPM –, sediada em Macaé (RJ), com capital (*equity*) equivalente a US\$ 200 milhões (oriundo de acionistas nacionais) 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 do campo, outorgada pela ANP em 6/8/1998) e a CPM. Por ele a Petrobras contribui com bens, serviços, operação e manutenção dos ativos alocados ao campo e comercialização do óleo produzido. 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 e tendo esta como subsidiária integral da MarlimPar. A criação da nova empresa e a abertura de seu capital objetivaram a participação de investidores institucionais (como fundos de pensão) no projeto, conforme a legislação pertinente.

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.

Marlim

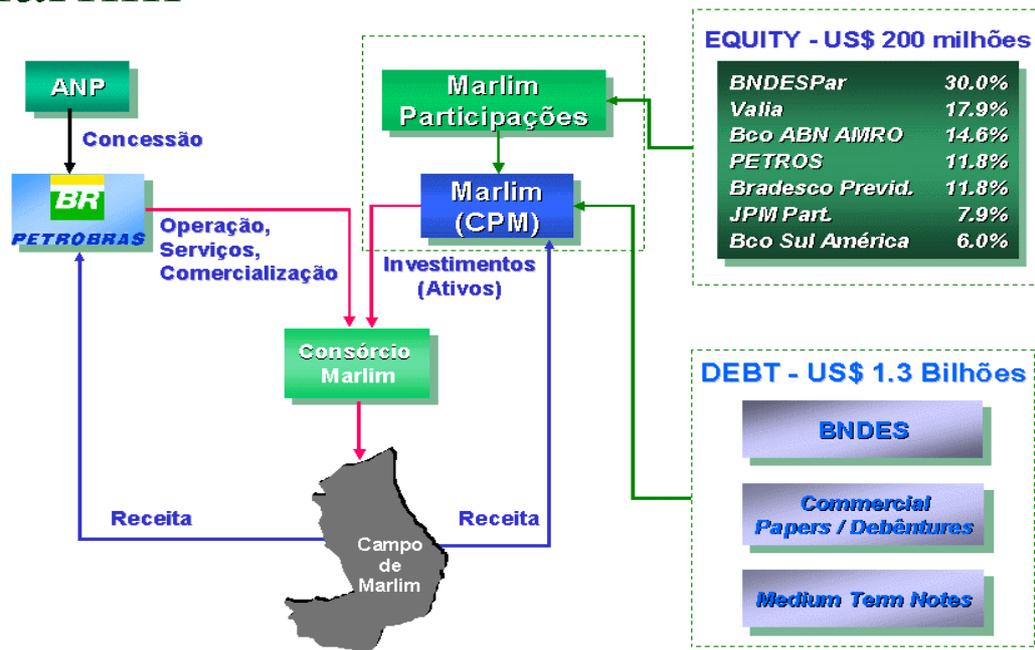


Figura 1 – Estrutura do projeto Marlim

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 mais amplo de acionistas envolvendo transferência de ações. A distribuição acionária atual é apresentada no Quadro 1.

A remuneração dos acionistas ocorre semestralmente, nos meses de junho e dezembro, através de 20 parcelas 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. É estabelecido um preço médio previsto para cada período e limites inferior e superior, de forma que



o *spread* assume os valores de 0% e 7% ao ano, respectivamente; e com os valores intermediários sendo calculados por interpolação.

A Taxa ANBID é uma taxa pré-fixada divulgada pela ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), 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, no caso semestral.

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.

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 implica num compartilhamento de riscos pelos acionistas que podem se beneficiar do aumento das cotações internacionais e, conseqüentemente, alcançar 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 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. O total devido deverá ser pago integralmente até 14/12/2002, podendo ser liquidado com antecedência mediante prévio comunicado ao BNDES (10 dias úteis). Os juros são



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.

4.2.2 – Commercial Papers / Debêntures

A segunda parcela 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, no qual se aplicou um deságio sobre o valor nominal dos títulos. Foram cinco emissões sucessivas com cada uma servindo para rolar (ou alterar) a imediatamente anterior, conforme o Quadro 2. Estas captações de curto prazo aguardavam condições melhores do mercado em que pudessem ser obtidos financiamentos de período mais longo 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	180
15/06/2000	450	180
11/12/2000	1000	90

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

Em substituição a última parcela de notas promissórias a CPM fez uma emissão de debêntures, títulos de crédito ao portador de longo prazo, emitidos em séries uniformes, que representam empréstimos amortizáveis e remunerados através de juros.

A emissão, 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 Getúlio 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 os bancos coordenadores estabelecem um teto e o mercado define a taxa a ser paga pelo papel.



Os investidores enviam ordens de intenção de compra, em geral via 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. Os investidores têm, portanto, influência na formação da taxa e amplia-se o universo de participantes do processo.

Na emissão da CPM os coordenadores foram o Unibanco e o Bank Boston e os *spreads* máximos foram estabelecidos em 0,5% aa. e 12% aa., respectivamente para as séries CDI e IGPM. Devido à elevada procura no *bookbuilding* os *spreads* finais caíram para 0,34% aa. e 10,7% aa. Tais resultados, as menores taxas entre todas as captações de debêntures de 2001, comprovam a excelente imagem do Projeto Marlim perante o mercado financeiro e os riscos bastante mitigados. A relação com o resultados de todas as emissões de debêntures no ano 2001 é apresentada no Quadro 3.

DATA	EMISSOR	TAXA PROPOSTA	TAXA APURADA
07/02/2001	Globo Cabo	DI + 0,75% aa	DI = 0,75% aa
07/03/2001	CP Marlim	DI + 0,50% aa	DI + 0,34% aa
07/03/2001	CP Marlim	IGPM + 12,00% aa	IGPM + 10,70% aa
14/03/2001	Vicunha Siderurgia	DI + 1,00% aa	DI + 1,00% aa
14/03/2001	Vicunha Siderurgia	101,00% da DI	101,00% da DI
21/03/2001	Itá	IGPM + 12,90% aa	IGPM + 12,90% aa
29/03/2001	Machadinho Energética	DI + 0,75% aa	DI + 0,43% aa
13/07/2001	CPFL	IGPM + 11,75% aa	IGPM + 11,50% aa
13/07/2001	CPFL	DI + 0,60% aa	DI + 0,60% aa
13/07/2001	Votorantim Finanças	103,50% da DI	102,50% da DI
26/07/2001	Telemar	DI + 0,70% aa	DI + 0,70% aa
11/09/2001	Corsan	DI + 1,20% aa	DI + 1,20% aa
27/09/2001	Finasa Leasing	DI + spread	DI + 0,90% aa
29/10/2001	CEB	110,00% da DI	109,00% da DI
03/12/2001	CEMIG	IGPM + spread	IGPM + 12,70% aa
18/12/2001	MRS Logística	DI + 1,20% aa	DI + 1,20% aa
18/12/2001	MRS Logística	IGPM + 13,50% aa	IGPM + 13,50% aa
21/12/2001	NovaMarlim	DI + 1,10% aa	DI + 1,10% aa
21/12/2001	NovaMarlim	IGPM + 12,25% aa	IGPM + 12,25% aa
26/12/2001	Copene	DI + spread	110,00% da DI
26/12/2001	Copene	IGPM + spread	IGPM + 13,25% aa

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 esta função é exercida pela Planner Corretora.

4.2.3 – Medium Term Notes

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

A primeira captação foi decomposta em duas séries: a primeira em dezembro/1999 de US\$ 200 milhões e a segunda em fevereiro/2000 de US\$ 100 milhões. Os papéis pagam juros semestrais de 13,125% aa., com amortização linear uniforme simultânea em 10 parcelas consecutivas de junho/2000 a dezembro/2004.

A segunda captação ocorreu em setembro/2000 envolvendo o valor total de US\$ 200 milhões, com pagamento de juros semestrais de março/2001 a setembro/2008, carência de 4 anos para a amortização linear em 8 parcelas semestrais de março/2005 a dezembro/2008.

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, Barriou 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. O



contrato 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. O Conselho de Administração é composto por 10 membros, sendo 5 titulares e 5 suplentes, todos com mandato de 1 ano.

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. Tal opção pode 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.

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 subpenhor 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. O prazo pelo qual os bens ficam exigíveis não pode ultrapassar 720 dias e este contrato é aditado periodicamente para incluir os novos adquirentes de títulos emitidos pela CPM.

O valor do barril do óleo de Marlim equivale a 75% do preço médio do petróleo Brent-Datado, conforme publicado pela Platt's Crude Oil, em dólares americanos. Do valor total produzido no campo a Petrobras tem o direito de dispor de até 30% para seus credores em condição *pari passu* aos demais beneficiários do Penhor de Petróleo.

Pelo **Contrato de Penhor de Ativos** a Petrobras dá em penhor à CPM 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 615.000 bpd no primeiro trimestre de 2002. O projeto tem recebido uma avaliação bastante positiva dos acionistas que têm percebido alta remuneração, em virtude dos elevados *spreads* decorrentes do preço do barril de petróleo no mercado internacional. 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 de produção, comercialização do óleo, legislação ambiental e influência governamental (preço de venda do petróleo e derivados, desregulamentação da indústria petrolífera, privatização da Petrobras). No entanto tais riscos vêm sendo mitigados pela experiência da Petrobras no mercado do petróleo, pelas estruturas de produção e distribuição do óleo produzido e pelo interesse do Estado em atrair novos atores para o mercado, garantindo regras estáveis e atrativas, além da busca pela auto-suficiência.



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. Também foi obtido *rating* de agências internacionais que analisaram o risco da CPM. A Moody's atribuiu classificação Aaa.Br e a Standard & Poor's o índice brAA+, considerando os baixos riscos operacionais, o forte índice de cobertura do serviço da dívida e o suporte contratual da Petrobras.

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. 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.

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 em várias instituições como a CVM (Comissão de Valores mobiliários), registros em cartórios, 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.

7 – Referências

- 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.