

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ROGÉRIO AFONSO RIBEIRO

IDENTIFICAÇÃO DO IMPACTO DO REGISTRO CONTÁBIL DAS OPERAÇÕES
DECORRENTES DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS VINCULADAS ÀS SOCIEDADES
DE PROPÓSITO ESPECÍFICO: UM ESTUDO DE CASO

Rio de Janeiro
2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

ROGÉRIO AFONSO RIBEIRO

IDENTIFICAÇÃO DO IMPACTO DO REGISTRO CONTÁBIL DAS OPERAÇÕES
DECORRENTES DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS VINCULADAS ÀS SOCIEDADES
DE PROPÓSITO ESPECÍFICO: UM ESTUDO DE CASO

Dissertação apresentada ao programa de
Mestrado em Ciências Contábeis, como
requisito parcial para obtenção do Título de
Mestre em Contabilidade.

Rio de Janeiro
2008

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca dos Serviços Compartilhados

R484i Ribeiro, Rogério Afonso.
Identificação do impacto do registro contábil das operações decorrentes de obrigações contratuais vinculadas as sociedades de propósito específico : um estudo de caso / Rogério Afonso Ribeiro. – Rio de Janeiro, 2008.
104 f.: il.

Dissertação (Mestrado em Contabilidade)– Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2008.
Bibliografia: f. 92-95.

1 SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO. 2. FONTES DE FINANCIAMENTO. 3. OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS. 4. INDÚSTRIA PETROLÍFERA. I. Título.

CDD 657.862

ROGÉRIO AFONSO RIBEIRO

IDENTIFICAÇÃO DO IMPACTO DO REGISTRO CONTÁBIL DAS OPERAÇÕES
DECORRENTES DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS VINCULADAS ÀS SOCIEDADES
DE PROPÓSITO ESPECÍFICO: UM ESTUDO DE CASO

Dissertação apresentada ao programa de
Mestrado em Ciências Contábeis, como
requisito parcial para obtenção do título de
Mestre.

Aprovado em

de 2008.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Jose Augusto Veiga da Costa Marques – Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Rovigati Danilo Alyrio
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Ruthberg dos Santos
Universidade Federal do Rio de Janeiro

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, a meus pais, a minha irmã, a minha namorada

Aos meus Gerentes da Petrobras Carlos Alberto Siqueira Gomes e Marcos Menezes pela liberação para efetuar o curso.

Aos meus colegas de trabalho que me substituíram nos momentos que eu precisei me ausentar para assistir as aulas e me dedicar a pesquisar e escrever esse trabalho;

Aos meus colegas de mestrado, pela força, união e apoio nos momentos de maior dificuldade;

A todos os professores do Curso de Mestrado da FACC, principalmente ao meu orientador pela paciência e apoio para elaboração desse trabalho.

Por fim, a todos os que de alguma forma participaram deste projeto.

“Ainda que eu falasse a língua dos anjos, sem amor eu nada seria”. (Renato Russo)

RESUMO

O presente trabalho busca identificar o impacto no registro contábil das operações decorrentes de obrigações contratuais vinculadas às Sociedades de Propósito Específico - SPE. Para esta análise, realizou-se a seleção de uma SPE, a Nova Transportadora do Sudeste, integrante do Consórcio Malhas, que opera em um mercado que está em franco desenvolvimento, o mercado de transporte de gás natural, analisando suas respectivas demonstrações contábeis, do ano de 2003 a 2007, e dos contratos celebrados pela empresa e pelas consorciadas, principalmente, ao que tange as Obrigações Contratuais. Para elaborar as análises do impacto, efetuou-se uma abordagem teórica sobre as diversas fontes de financiamentos e relacionamentos entre empresas, além uma entrevista com o gerente de contabilidade da Petrobras responsável pelo acompanhamento do projeto e realizou-se a comparação com uma empresa do mesmo segmento, porém constituída sob a forma de participação acionária da Petrobras e com recursos obtidos de forma de financiamento direto, a Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia-Brasil S.A. – TBG, empresa de capital fechado e tri-campeão do Troféu Transparência. Finalmente, utilizou-se a metodologia da análise para a identificação dos impactos que as cláusulas contratuais e da estruturação financeira impactaram na boa prática contábil. Os resultados indicaram que há impactos no registro das operações contábeis, principalmente na empresa constituída sob a forma de uma SPE, em função de cláusulas restritivas existentes nos contratos de financiamento, obtido através de um *Project Finance*, quando comparada com a TBG, que utilizou como fonte de recursos financiamentos diretos, sem a constituição de uma SPE.

Palavras-chave: Sociedade de Propósito Específico. Fontes de Financiamento. Obrigações Contratuais. Indústria petrolífera.

ABSTRACT

This paper seeks to identify the impact on the accounting record of operations arising from contractual obligations linked to Specific Purpose Entities - SPE. For this analysis, there was the selection of a SPE, Nova Transportadora do Sudeste of the Malhas Consortium, which operates in a market that is also developing the market for transportation of natural gas, analyzing their financial statements, year 2003 to 2007, and contracts concluded by the company and the consortium, primarily, to respect the contractual obligations. To prepare the analysis of the impact, made up a theory about the various sources of funding and relationships between businesses and an interview with the accounting manager of Petrobras responsible for monitoring the project and was held on a comparison with the same company segment, but in the form of equity participation of Petrobras and with funds obtained from direct form of financing, the Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia Brasil SA - TBG, business capital and closed tri-champion of Transparency Trophy. Finally, the methodology used is the analysis to identify the impacts that contractual terms and structuring financial impact on good accounting. The results indicated that there are impacts on record statements of operations, mainly in the company in the form of a SPE, according to restrictive clauses in the contracts of existing financing, obtained through a Project Finance, compared with the TBG, which used as source of direct financing resources, without setting up a SPE.

Keywords Specific Purpose Entities; Sources of funding. Contractual obligations. Oil industry.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1	Sociedades de Propósito Específico do segmento de Transporte de Gás Natural da Petrobras.....	16
Quadro 2	Transportadoras da Petrobras sem estruturação de Project Finance.....	16
Quadro 3	Capital Próprio X Capital de Terceiros.....	21
Quadro 4	Financiamento Direto X <i>Project Finance</i>	42
Figura 1	Estrutura de uma operação “ <i>sale-lease-back</i> ”.....	55
Figura 2	Estrutura de uma operação “ <i>build-to-order</i> ”.....	57
Gráfico 1	Evolução da malha de transporte no Brasil.....	71
Quadro 5	Comparação entre indicadores da NTSxTBG.....	83
Quadro 6	Tempo de vida útil econômica-financeira dos gasodutos.....	84

LISTA DE SIGLAS

SPE	Sociedade de Propósito Específico
ARB	<i>Accounting Reserch Builletin</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
BRGAAP	<i>Brazilian Generally Accepted Accounting Principles</i>
USGAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
NTS	Nova Transportadora do Sudeste
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIN	<i>Financial Accounting Standards Board Interpretation</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
CIBRASEC	Companhia Brasileira de Securitização
ANP	Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
TBG	Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia Brasil S.A.
PPT	Programa Prioritário Termelétrico
TNS	Transportadora do Nordeste e Sudeste
Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A.
Gaspetro	Petrobras Gás S.A.
Transpetro	Petrobras Transporte S.A.
O&M	Operação & Manutenção

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	11
1.2	OBJETIVO	13
1.2.1	Objetivos Específicos	14
1.3	RELEVÂNCIA.....	15
1.4	DELIMITAÇÕES.....	15
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	17
2	FONTES DE FINANCIAMENTO E RELACIONAMENTOS ENTRE EMPRESAS	18
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA	18
2.1.1	Custo de Capital e Estrutura de Capital	19
2.2	FONTES DE FINANCIAMENTO	20
2.2.1	Capital de Próprio	21
2.2.1.1	Ações Ordinárias	22
2.2.1.2	Ações Preferenciais	24
2.2.1.2.1	<i>Direitos Básicos dos acionistas preferenciais</i>	26
2.2.1.2.2	<i>Características das ações preferenciais</i>	26
2.2.1.3	Política de Dividendos.....	27
2.2.1.3.1	<i>Fatores que afetam a política de dividendos</i>	28
2.2.2	Empréstimos a Prazo	29
2.2.2.1	Títulos.....	30
2.2.2.1.1	<i>Características específicas dos Contratos de Dívida</i>	30
2.2.2.2	Obrigações Contratuais.....	32
2.2.2.2.1	<i>Cláusulas Negativas ou Restritivas</i>	33
2.3	PROJECT FINANCE.....	35
2.3.1	Definição	35
2.3.1.1	Vantagens do <i>Project Finance</i>	39
2.3.1.2	Desvantagens do <i>Project Finance</i>	40
2.4	PROJECT FINANCE VERSUS FINANCIAMENTO DIRETO.....	41
2.5	RELACIONAMENTO ENTRE EMPRESAS	44
2.5.1	Combinação de Negócios	45
2.5.2	Controle	46
2.5.3	Controle Compartilhado	47
2.6	JOINT VENTURE E SUAS CLASSIFICAÇÕES.....	48
2.6.1	Conceituação	48
2.6.2	Das Espécies de <i>Joint Ventures</i>	49
2.6.3	Modalidades – Operações controladas em conjunto, Ativos Controlados em conjunto e Empresas controladas em conjunto	50
2.7	SPE	51
2.7.1	Definições	51
2.7.2	Classificações de SPEs	52
2.7.2.1	Synthetic Leases	52
2.7.2.2	Tipos de contrato envolvendo SPEs	57
2.7.2.2.1	<i>Contrato take-it-Offered (Leve se oferecido)</i>	57
2.7.2.3	Contrato <i>Take-or-Pay</i>	58
2.7.2.4	Contrato <i>Hell-or-High-Water</i> (Contrato Haja o que houver).....	58

2.7.2.5	Acordo <i>Thoughtput</i>	59
2.7.2.6	Contrato de Custo de Serviço	59
2.7.2.7	Acordo de <i>Tolling</i>	59
2.7.3	Ativos de Securatização	60
2.8	CONSÓRCIOS	62
3	METODOLOGIA.....	64
3.1	TIPO DE PESQUISA	64
3.2	CRITÉRIO DE SELEÇÃO DA EMPRESA	65
3.3	COLETA DE DADOS	66
3.4	ASPECTOS RELACIONADOS ÀS ENTREVISTAS	68
3.5	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	69
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
4.1	ASPECTOS ECONÔMICOS DO SETOR DE GÁS NATURAL.....	70
4.1.1	Logística do setor de gás natural.....	71
4.1.2	Projeto Malhas.....	72
4.1.3	Nova Transportadora do Sudeste – NTS.....	73
4.1.3.1	Classificação da NTS dentro dos conceitos de <i>Joint Venture</i>	74
4.1.4	Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia Brasil - TBG.....	75
4.1.5	Análise do Impacto das obrigações	77
4.1.5.1	Destinação de Resultado – Pagamento de Dividendos.....	77
4.1.5.1.1	<i>Reservas de Lucros</i>	78
4.1.5.1.2	<i>Reserva Especial para dividendo obrigatório a distribuir</i>	78
4.1.5.1.3	<i>Tipos de distribuição de Lucros</i>	79
4.1.5.2	O que se observa.....	81
4.1.5.3	Comparação com a TBG	82
4.1.6	Taxas de Depreciação.....	83
4.1.6.1	O que diz a norma.....	83
4.1.6.2	O que se observa.....	84
4.1.6.3	Comparação	85
4.1.7	Alocação de Custos	86
4.1.7.1	Melhor Prática	86
4.1.7.2	O que se observa.....	86
4.1.7.3	Comparação com a TBG	87
5	CONCLUSÃO.....	89
	REFERÊNCIAS	92
	APÊNDICE A- RESUMO DOS PRINCIPAIS PROJETOS ESTRUTURADOS DA PETROBRAS.....	96
	APÊNDICE B- RESUMO DOS TERMOS DE CONTRATO DE TRANSPORTE CELEBRADO ENTRE A PETROBRAS E AS TRANSPORTADORAS DO CONSÓRCIO MALHAS.....	97
	APÊNDICE C - QUESTIONÁRIO	98
	ANEXO A - DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA NOVA TRANSPORTADORA DO SUDESTE – NTS	102
	ANEXO B - DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA TRANSPORTADORA BRASILEIRA GASODUTO BOLÍVIA BRASIL - TBG	103
	ANEXO C – FÓRMULAS E CONCEITOS DOS INDICADORES UTILIZADOS NO CAPÍTULO 4 DESSE TRABALHO	104

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo trata dos aspectos introdutórios da pesquisa, com destaque para a contextualização e exposição do tema, os objetivos gerais e específicos do trabalho, a relevância, as delimitações da pesquisa e a estruturação do estudo. Estas etapas tornam-se fundamentais para o entendimento do estudo e para o seu posicionamento em relação ao contexto no qual está inserido.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As *Joint Ventures* surgiram na década de setenta, entre as companhias que operavam no processo de securatização. Segundo Soroosh (2003, p. 30), nesta década inicialmente, a função das *Joint Ventures* era isolar o risco financeiro e prover menos risco de financiamento.

Essas *Joint Ventures* eram criadas a parte por um grupo de empresas para transferir ativos para outro grupo (a Sociedade de Propósito Específico - SPE) para executar propósitos específicos, atividades ou transações em série (SOROOSH, 2003, p. 31), principalmente com os seguintes objetivos:

- financiar certos ativos ou serviços e manter a dívida fora do balanço dos fiadores;
- transformar certos ativos financiados em transações com recebíveis, empréstimos, ou hipotecas, em títulos de securatização líquidos;
- atrativo em trocas livres de tributos.

As formas mais sofisticadas de *Joint Ventures* permitiam que empresas interessadas no objeto das *Joint Ventures* mantivessem o controle sem possuírem a maioria do capital votante. A transação era planejada de forma que, através da celebração de contratos, o controle da operação da *Joint Venture* era determinado independentemente de possuir participação no capital social.

Segundo Soroosh (2003, p. 30), nessa época, os procedimentos contábeis relacionados as operações envolvendo as *Joint Ventures*, não obrigavam a sua consolidação, sendo tratadas fora

do balanço (*off balance sheets*), produzindo resultados inconsistentes e fragmentados, em função do Pronunciamento “*Accounting Reserch Builletin (ARB) 51, Consolidação de Demonstrações Financeiras*, de 1959, que estabelecia os fundamentos para a contabilidade desses tipos de parcerias e atrelava a condição para o reconhecimento (consolidação) da participação no capital votante do investimento.

Conseqüentemente, segundo Soroosh (2003, p. 31), entidades evitavam a consolidação dessas organizações, onde na essência, eles tinham o controle, porém tal controle não era previsto nas definições da ARB nº 51.

Com o passar dos anos, com as grandes indústrias passando a lidar com um processo de globalização dos mercados, onde se encontram concorrentes cada vez mais competitivos, novas tecnologias e outras questões complexas, como vários produtos similares e a necessidade de custos cada vez menores.

Com isso, as empresas, antes concorrentes, passam a se unir, muitas vezes utilizando *Joint Ventures*, transcendendo, assim, o mercado de securatização, passando a ser utilizado em outras atividades.

No Brasil, a partir da década de 90, as *Joint Ventures* também passaram a ser utilizadas pelas empresas com o objetivo de captação de recursos financeiros externos para viabilizar projetos de infra-estrutura, tendo em vista que o país possuía reservas naturais valiosas, mas não dispunha de recursos financeiros para explorá-las .

Segundo Carvalho (2004, p. 156)

[...] os maiores benefícios das *Joint Ventures* são a ampliação dos lucros, a criação de empresas competitivas, a diminuição da influência da balança de pagamentos reduzindo a dívida para a relação total de capitalização, o reforço da qualidade e da estabilidade dos lucros futuros e a criação de empresas com porte financeiro e estrutura de logísticas suficientemente consistentes para fazer frente à investida das multinacionais, privilegiando, assim, a indústria nacional.

Contudo, em 2001, a crise ocorrida na Enron sinalizou que a legislação existente era falha e deixava brechas para o uso inadequado das *Special Purpose Entities* ou Sociedades de Propósito Específico (SPEs). Com isso, o *Financial Accounting Standards Board (FASB)* editou uma interpretação dos princípios contábeis transformando várias demonstrações contábeis que anteriormente eram “*off balance sheet*” em “*on balance sheet*” das entidades que a criaram ou

controlam, ou seja, as demonstrações financeiras das SPE's passam a ser consolidadas nas demonstrações das empresas que possuem de fato o controle.

Segundo Soroosh (2003, p. 31), após essa crise, a FASB revisou a norma relacionada à contabilidade para SPE. Essa revisão tratava-se de uma interpretação da ARB nº 1. Em janeiro de 2003, foi divulgado o *FASB Interpretation 46*, que tratava de regras para Consolidação de Entidades de Propósito Específico, uma interpretação do ARB nº 51.

O novo padrão da prática contábil requer que um investidor inclua em suas demonstrações contábeis consolidadas empresas em que possua o controle financeiro, independentemente da participação no capital da sociedade.

Embora esse novo conceito tenha resolvido o problema gerado por tratar essas empresas “*off balance sheet*”, alguns problemas continuam existindo em função de obrigações contratuais inseridas nos contratos de financiamento celebrados para obtenção de recursos para as obras de infra-estrutura.

Algumas dessas cláusulas, conhecidas como restritivas, são incorporadas ao contrato de empréstimo com o objetivo de restringir as ações do tomador, além de garantir certos direitos ao controlador de fato da SPE, considerando que o próprio financiador pode ser o acionista legal da SPE.

Essas cláusulas, por vezes, acabam gerando impactos na elaboração das demonstrações ao proibir a adoção das melhores práticas contábeis, caso essas estejam indo de encontro as restrições contratuais.

1.2 OBJETIVO

O objetivo do trabalho é identificar o impacto das obrigações contratuais referentes a fontes de financiamento de uma Sociedade de Propósito Específico nos registros contábeis de seus bens, direitos e obrigações.

Através de estudos empíricos em entidades do segmento de Gás & Energia da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, buscaremos demonstrar que, em algumas situações, cláusulas do contrato celebrado entre o Financiador e a Petrobras, que culminaram com a constituição da SPE

podem sobrepor às melhores práticas contábeis. Considerando algumas situações, a contabilidade se vê obrigada a registrar a forma da operação e não a sua essência.

A essência das operações com o uso das SPEs está que, embora não haja participação de um dos entes, há de fato o controle econômico, tendo em vista que a empresa que não participa, no nosso caso a Petrobras, obtém os benefícios da atividade. Adicionado a isso, há um acordo em que a beneficiária da atividade pode estabelecer políticas financeiras e operacionais.

Segundo Neuman (2007, p. 99), as SPEs se dividem em *Joint Ventures*, que são o objeto principal de estudo desse trabalho, *Synthetic lease* e Ativos de Securitização.

As definições e características dos tipos de SPEs serão objeto de detalhamento ao longo do capítulo 2.

Contudo, achamos de suma importância destacar inicialmente a definição de *Joint Ventures* ou Empreendimentos em conjunto, como uma associação ou acordo entre duas ou mais pessoas para desenvolver um negócio específico, com o intuito de obter lucro e/ou usufruir o benefício econômico gerado, independentemente da forma jurídica.

1.2.1 Objetivos Específicos

Como objetivos específicos, que serão desenvolvidos ao longo do trabalho, estão:

- a) Confrontar uma empresa, estruturada financeiramente através de *Project Finance* com uma empresa financiada de forma tradicional;
- b) Avaliar a existência de possíveis distorções nos registros contábeis em função de obrigações contratuais;
- c) Comparar as diversas fontes de recursos financeiros para as empresas, apresentando seus conceitos, vantagens e desvantagens;
- d) Comparar as fontes de financiamento diretas com as fontes realizadas através de projetos estruturados, chamados *project finance*;
- e) Expor os principais conceitos atrelados as sociedades de propósito específico, comumente utilizados em projetos estruturados.

1.3 RELEVÂNCIA

As mudanças no ambiente externo e interno fazem com que as empresas promovam alterações no processo de negócio, buscando maior eficiência operacional e na aplicação de recursos, muitas vezes, fazendo parcerias entre si, otimizando custos e minimizando os riscos de realizarem projetos de maneira isolada.

Uma das atividades que vêm sofrendo maior influência dessa mudança do mercado e da necessidade de parcerias, consiste no mercado de exploração e produção de petróleo e gás natural e de transporte de gás natural, que serão os segmentos de análise desse trabalho.

No Brasil temos como marco principal da celebração de parcerias a sanção da Lei do Petróleo, que acabou com o monopólio exercido pela Petrobras, abrindo o mercado brasileiro de exploração e produção de petróleo e gás natural as grandes empresas estrangeiras desse segmento.

Cabe destacar que o assunto abordado nesse trabalho é de extrema importância no cenário atual na medida em que o mercado de petróleo e gás encontra-se em plena expansão, principalmente no Brasil após a descoberta de hidrocarbonetos abaixo da camada de pré-sal, e que cada vez as empresas desse segmento tendem a realizar parcerias operacionais e/ou financeiras para minimização de custos e redução de riscos relacionados ao negócio.

O uso das SPEs também cresceu em relevância e está em voga desde a crise da Enron, apresentando ainda muitas questões para discussão, do ponto de vista contábil e societário, tema pouco estudado.

1.4 DELIMITAÇÕES

Pela amplitude do trabalho, somente foram analisadas Sociedades de Propósito Específico relacionadas ao segmento de transporte de Gás Natural da Petrobras, no Brasil, operacionais e que tenham sido criadas sob a concepção de obtenção de recursos financeiros sob a forma de um *Project Finance*. O período de análise compreendeu os anos de 2003 a 2007.

Empresa	Projeto Estruturado	Fase
Codajás Coari Participações	Amazônia	Holding de Investimento
Transportadora Urucu-Manaus - TUM	Amazônia	em fase de construção do ativo
Gasene Participações S.A.	Gasene	Holding de Investimento
Transportadora Gasene S.A.	Gasene	em fase de construção do ativo
Nova Transportadora do Sudeste - NTS	Malhas	em operação
Nova Transportadora do Nordeste - NTN	Malhas	em operação

Quadro 1 – Sociedades de Propósito Específico do segmento de Transporte de Gás Natural da Petrobras

Fonte: Adaptação de Petrobras (2007)

Para comparação ao estudo de caso, foi escolhida uma empresa do mesmo segmento da Petrobras (transporte de Gás Natural), também no Brasil e em operação, contudo estruturada sob a forma de um financiamento direto, sem a presença de um *Project Finance*.

Empresa	Fase
Transportadora Associada de Gás S.A.	pré-operacional
Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia Brasil S.A - TBG	operacional
Transportadora Capixaba de Gás - TCG	pré-operacional
Transportadora do Nordeste e Sudeste - TNS	operacional
TMN Transportadora	pré-operacional
Transportadora Sulbrasileira de Gás - TSB	operacional
TNG Participações	pré-operacional

Quadro 2 – Transportadoras da Petrobras sem estruturação de Project Finance

Fonte: Adaptação de Petrobras (2007)

Dentre as empresas listadas nos quadros 1 e 2, foram escolhidas as que apresentavam maior lucratividade.

Os principais Projetos Estruturados da Petrobras, com a utilização de Sociedades de Propósito Específico, bem como, seus respectivos segmentos estão listados no apêndice 1.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A pesquisa está estruturada em cinco capítulos que são comentados a seguir.

O capítulo 1, que se apresenta em caráter introdutório, oferece uma visão geral da temática de estudo, delineando o problema, identificando a problemática das *Joint Ventures* nesse contexto e a definição dos objetivos gerais e específicos. Aborda também a relevância, e, por último, aponta suas principais delimitações.

O capítulo 2 é dedicado ao estudo de relacionamento entre empresas, a conceituação e classificação, tipos de *Joint Ventures*, segundo os critérios BRGAAP, USGAAP e IFRS, bem como ao estudo das fontes de financiamento, suas origens, principais características e tipos, passando por uma análise introdutória do conceito de *Project Finance*.

O capítulo 3 é relacionado a metodologia adotada para a concepção das análises que serão apresentadas no capítulo 4.

O capítulo 4 é dedicado ao estudo de caso com a utilização da Nova Transportadora do Sudeste - NTS, SPE do segmento de gás natural da Petrobras, buscando verificar os problemas existentes em relação à cláusulas restritivas previstas no contrato. Para isso, será realizada uma comparação com uma empresa do mesmo segmento, também S.A. de capital fechado, porém, não constituída sob a forma de uma SPE.

Por fim, o capítulo 5 diz respeito às conclusões e recomendações da pesquisa.

2 FONTES DE FINANCIAMENTO E RELACIONAMENTOS ENTRE EMPRESAS

O objetivo deste capítulo é discorrer sobre conceitos relacionados aos tipos de ligações que podem ocorrer entre empresas, passando pelos mais tradicionais, ligados a forma e não a essência da operação, passando por pontos importantes que mostram o esforço da contabilidade em acompanhar a evolução das operações entre as empres. Muitas vezes a existência de controle sobre uma empresa independentemente da participação no capital social de outra, podendo ser exercido através de acordos, o que obriga a Contabilidade a enxergar a operação por sua essência. Também será discutido de forma mais detalhada o conceito de SPE, suas formas, seus tipos, bem como, as fontes de financiamento existentes para uma sociedade, o que auxiliará no entendimento de alguns conceitos que serão utilizados no capítulo 4.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA

Segundo Gitman (2004, p. 445) todos os itens apresentados no lado direito do balanço patrimonial da empresa, com exceção dos passivos circulantes, são fontes de capital, sendo decomposto em capital de terceiros e capital próprio.

Para Lemes Júnior entre outros (2005, p. 183), capital é o total de recursos próprios ou de terceiros, que financiam as necessidades de longo prazo da empresa.

Ainda segundo Gitman (2004, p. 445), o custo de capital de terceiros é inferior ao de outras formas de financiamento. Os credores exigem retornos relativamente menores porque são os fornecedores de capital de longo prazo que assumem menos risco: (1) têm preferência sobre quaisquer lucros ou ativos disponíveis para pagamento; (2) podem exercer pressão legal muito maior contra a empresa, em busca de pagamento, do que os titulares de ações preferenciais ou ordinárias; (3) a possibilidade de dedução de pagamentos de juros, para fins fiscais, reduz substancialmente o custo de capital de terceiros para a empresa.

Gitman (2004, p. 445) Ao contrário do capital de terceiros, que precisa ser devolvido em uma data futura, o capital próprio deve permanecer na empresa por um período indefinidamente longo. As duas fontes básicas de capital próprio são (1) ações preferenciais e (2) capital de

acionistas ordinários, o que inclui ações ordinárias e lucros retidos. O capital obtido com a emissão de ações ordinárias é geralmente a forma mais cara de capital próprio, seguida pelos lucros retidos e pelas ações preferenciais.

2.1.1 Custo de Capital e Estrutura de Capital

Segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 183):

a decisão da fonte de financiamento a ser utilizada depende do custo de capital que pode ser entendido como a remuneração a ser feita aos emprestadores e acionistas por disponibilizarem recursos financeiros para a empresa. De natureza distinta, os emprestadores colocam seus recursos com a expectativa de tê-los de volta num determinado momento futuro, ao passo que os acionistas aplicam seus recursos por um tempo indeterminado, ambos têm avaliação de riscos e retornos distantes.

Ainda segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 183), as empresas buscam financiar seus investimentos por meio de autofinanciamento, de capital próprio dos acionistas atuais, de capital de novas subscrições ou, ainda, de intermediários financeiros, fundos de pensões e outros agentes econômicos.

Cabe salientar que o custo de capital fundamenta-se nos conceitos de risco e retorno, e que a exposição ao risco provoca influência na taxa de retorno exigida pelos investidores e pelas instituições financeiras.

Segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 183), os riscos embutidos em uma taxa de retorno podem ser de dois tipos:

- **risco de negócio** – é o risco que a empresa corre de não gerar receitas suficientes para cobrir seus gastos operacionais. percebe-se que o risco de negócio está ligado aos aspectos operacionais da empresa, tais como receitas, custos, despesas, investimentos;
- **risco financeiro** – é o risco que a empresa corre por utilizar capital de terceiros. o risco financeiro é o resultado direto da decisão de financiamento da empresa, ou seja, se a empresa se endividar muito, incorrerá em grandes montantes de juros a pagar e

amortização de empréstimos. quando ao risco financeiro, a empresa pode tomar três posições distintas: a) conservadora, quando não assume grande endividamento; b) agressiva, quando assume grande endividamento e c) intermediária, quando assume posição e médio endividamento.

2.2 FONTES DE FINANCIAMENTO

Segundo Ross entre outros (2002, p. 302) as fontes básicas de financiamento a longo prazo são ações ordinárias, ações preferenciais e endividamento a longo prazo.

Segundo Gitman (2004, p. 264) O termo capital denota os fundos de longo prazo de uma empresa. Todos os itens que aparecem no lado direito do balanço patrimonial da empresa, excluindo os passivos circulantes, são fontes de capital. O capital de terceiros inclui todos os empréstimos de longo prazo contraídos pela empresa. O capital próprio é representado pelos fundos de longo prazo proporcionados pelos proprietários da empresa, ou seja, seus acionistas. Uma empresa pode obter capital próprio internamente, retendo lucros em lugar de distribuí-los como dividendos a seus acionistas, ou externamente, vendendo ações ordinárias ou preferenciais.

Gitman (2004, p. 264) cita que ao contrário dos credores (fornecedores de capital de terceiros), os fornecedores de capital próprio (acionistas ordinários e preferenciais) são proprietários da empresa. Os titulares de ações ordinárias têm direito a voto, o que lhes permite escolher os diretores da empresa e votar em assuntos especiais. Já os credores e acionistas preferenciais podem receber o direito de voto somente quando a empresa tiver violado suas obrigações contratuais com eles.

Cabe salientar que as ações ordinárias e as ações preferências são conhecidas com fonte de financiamento do acionista ou capital próprio, enquanto o endividamento de longo prazo trata-se de financiamento de terceiros, ou na conotação contábil, chamado de capital de terceiros.

Aspecto	Capital Próprio	Capital de Terceiros
Rendimento	Dividendos	Juros
Tratamento Fiscal	Os dividendos são tributados como rendimento da pessoa física. Os dividendos não são despesa da empresa	Os juros são tributados como rendimento da pessoa física. Os juos são tratados como despesa da empresa, e as empresas podem deduzir os juros ao calcularem o imposto de renda devido
	Ações Ordinárias e ações preferenciais	É exercido por meio do contrato de empréstimo
Inadimplência	As empresas não podem ser forçadas à falência se deixarem de pagar dividendos	Dívidas não pagas são passivos da empresa. Seu não pagamento leva a falência

Quadro 3 – Capital Próprio X Capital de Terceiros
 Fonte: Ross et al. (2002, p. 311).

2.2.1 Capital de Próprio

Essa fonte de financiamento tem origem no investimento realizado pelos acionistas da empresa, através da aquisição de ações da empresa.

Segundo Iudicibus entre outros (2007, p. 314) “a ação é a menor parcela em que se divide o capital social da companhia. As ações podem ser ordinárias, ou preferenciais, ou de fruição, de acordo com a natureza dos direitos ou vantagens conferidas”.

Cabe salientar que as ações de fruição, que são relacionadas ao titular que perde os direitos políticos, mas mantém os direitos econômicos não serão objeto de análise nesse trabalho.

Segundo Gitman (2004, p. 265) uma empresa pode conseguir capital próprio vendendo ações ordinárias ou preferenciais. Todas as empresas, inicialmente, emitem ações ordinárias para levantar capital próprio. Algumas delas mais tarde emitem ações ordinárias adicionais ou ações preferenciais para conseguir mais capital próprio. Embora tanto a ação ordinária quanto a preferencial sejam modalidades de capital próprio, a última possui algumas semelhanças com o capital de terceiros que a diferenciam significativamente da ação ordinária.

As ações podem ser de dois tipos.

2.2.1.1 Ações Ordinárias

Gitman (2004, p. 265) expõe que os verdadeiros proprietários das empresas são os acionistas ordinários. Às vezes, eles são chamados de proprietários residuais porque recebem o que sobra – o resíduo – após o atendimento de todos os outros direitos sobre o resultados e os ativos da empresa. Esses acionistas têm certeza de apenas uma coisa: não podem perder mais do que o que aplicaram na empresa.

O capital acionário de uma empresa pode ser fechado, quando pertence a um único indivíduo ou a um pequeno grupo de investidores (como no caso de uma família), ou aberto, quando pertence a um grupo amplo de investidores individuais ou institucionais não relacionados entre si.

As ações ordinárias podem ser:

- **com valor nominal** – os titulares de ações ordinárias de uma empresa são chamados de acionistas. recebem certificados em troca de participações que possuem. geralmente, existe um valor declarado em cada certificado, chamado valor nominal
- **sem valor nominal** – sem valor declarado. essa tipo de ação é prevista na lei 6.404/1976 que criou as ações sem valor nominal, cujo o preço de emissão é fixado, na constituição, pelos fundadores e, nos aumentos de capital, pela assembléia geral ou pelo conselho de administração

Segundo Weston e outros (2000, p. 752) as ações ordinárias apresentam as seguintes vantagens como fonte de recursos, ou seja, de financiamento para as empresas.

- as ações ordinárias não obrigam a empresa a realizar pagamentos aos acionistas; ele pagará dividendos apenas se a companhia gerar lucros e não tiver a necessidade interna prementes desses lucros. se houvesse captado por empréstimos, a empresa teria incorrido em uma obrigação legal de pagar juros, independentemente de suas condições operacionais e fluxos de caixa;

- as ações ordinárias não têm data fixa de vencimento – elas nunca têm de ser “restituídas”, como seria no caso de empréstimos;
- já que as ações ordinárias protegem os credores contra perdas, suas vendas aumentam a credibilidade da empresa. isso, por sua vez, eleva o status de suas dívidas, reduz seu custo de endividamento e aumenta sua capacidade futura de utilização de empréstimos;
- se as perspectivas d uma empresa parecem brilhantes, então as ações ordinárias freqüentemente podem ser vendidas em melhores termos do que a captação de empréstimos. as ações são atraentes para certos grupos de investidores porque (a) carregam normalmente um retorno total esperado mais alto (dividendos mais ganhos de capital) do que ações preferenciais ou a dívida e, (b) já que as ações representam a propriedade da empresa, elas proporcionam aos investidores um melhor *hedge* contra inflação não-antecipada porque os dividendos das ações tendem a se elevar nos períodos inflacionários;
- quando uma empresa está enfrentando problemas operacionais, ela muitas vezes necessita de novos recursos para superar seus problemas. entretanto, os investidores relutam em fornecer capitais a uma empresa em dificuldades, e se o fizerem, geralmente exigem algum tipo de garantia. do ponto de vista prático, isso freqüentemente significa que uma empresa que esteja enfrentando problemas somente pode obter novos capitais levantando empréstimos, que é mais seguro do ponto de vista do investidor.

Weston e outros (2000, p. 754) As desvantagens associadas com a emissão de ações ordinárias incluem as seguintes:

- a venda de ações ordinárias proporciona alguns direitos a voto, e talvez até mesmo controle, aos novos acionistas. por essa razão, um financiamento adicional com capital próprio é freqüentemente evitado pelos gerentes que se preocupam com a manutenção do controle;
- ações ordinárias dão aos novos proprietários o direito de partilhar do lucro da empresa; se os lucros se expandem agudamente, então os novos acionistas participarão

dessa boa situação, ao passo que, se a dívida tivesse sido utilizado, novos credores, teriam recebido apenas um retorno fixo, não importando quão lucrativa a empresa tivesse sido;

- os custos de subscrição e distribuição de ações ordinárias são normalmente mais elevados do que os das ações preferenciais ou captação de empréstimos. os custos de lançamento para as ações ordinárias são caracteristicamente mais altos porque (a) os custos de investigação de um investimento em títulos de capital são mais altos do que os de um título comparável de dívida e (b) as ações são mais arriscadas do que a dívida, o que significa que os investidores devem diversificar seus ativos de capital, de forma que um determinado valor de ações deve ser vendido a um número maior de compradores do que a mesma quantia captada como empréstimos;
- sob as atuais leis fiscais, os dividendos das ações ordinárias não são dedutíveis como despesa para fins fiscais, mas os juros de títulos são, ou seja, os impostos elevam o custo relativo de capital em comparação com a dívida.

Do ponto de vista social, as ações ordinárias constituem uma forma desejável de financiamento porque isso torna as empresas menos vulneráveis às conseqüências de declínios de vendas e nos lucros. O financiamento de ações ordinárias não envolve pagamento de encargos fixos que poderiam levar uma empresa cambaleante à falência

2.2.1.2 Ações Preferenciais

Segundo o artigo 17 da Lei 6.404/1976, as ações preferenciais possuem esse nome em função de conceder ao proprietário das mesmas:

- a prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;
- prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou
- na acumulação das preferências e vantagens dos itens acima

Já Gitman (2004, p. 268) expõe que uma ação preferencial concede a seu titular certos privilégios que a tornam superior a acionistas ordinários. Para os acionistas preferenciais há uma promessa de dividendo periódico fixo, definido em termos percentuais ou em moeda por unidade. A maneira pelo qual o dividendo é especificado depende da existência ou não de valor nominal da ação preferencial, o qual, como no caso da ação ordinária, é um valor relativamente inútil, estabelecido para fins legais.

Weston entre outros (2000, p. 839) expõe que as ações preferenciais são um híbrido – elas são semelhantes aos títulos, em alguns aspectos, e às ações ordinárias em outros. A natureza híbrida das ações preferenciais torna-se evidente quando tentamos classificá-las em relação aos títulos e ações ordinárias. Da mesma forma que os títulos, as ações preferenciais têm valor a par, que estabelece a quantia devida aos acionistas preferenciais na eventualidade de uma liquidação. Os dividendos preferenciais também são semelhantes aos pagamentos de juros, pois são fixos em quantia e geralmente devem ser pagos antes dos dividendos das ações ordinárias.

Ainda segundo Weston e outros (2000, p. 839), os contadores classificam as ações preferenciais como capital e as divulgam na parte do balanço patrimonial, sob o título “ações preferenciais” ou “capital preferencial”. Entretanto, os analistas financeiros às vezes tratam as ações preferenciais como dívida e, às vezes, como capital, dependendo do tipo da análise que esteja sendo feita. Se a análise está sendo feita por um detentor de ações ordinárias, a consideração-chave é que o dividendo preferencial é encargo fixo que reduz os lucros das ações ordinárias, de forma que, do ponto de vista do detentor das ações ordinárias, as ações preferenciais são semelhantes à dívida. Suponha, no entanto que a análise esteja sendo feita por um detentor de títulos, que está estudando a vulnerabilidade da empresa ao fracasso na eventualidade de um declínio nas vendas e no lucro. Se o lucro da empresa declina, os credores têm uma reivindicação prioritária contra o lucro disponível antes dos acionistas preferenciais, e se a empresa falir, os credores têm uma reivindicação prioritária contra os ativos quando a empresa for liquidada. Assim, para um detentor de títulos, as ações preferenciais são semelhantes as ações ordinárias.

As ações preferenciais, assim como as ordinárias, podem ser:

- com valor nominal – possuem valor de face declarado e seu dividendo anual é definido como porcentagem desse valor; e

- sem valor nominal – não possuem valor de face declarado, mas seu valor anual é expresso em moeda por ação.

2.2.1.2.1 *Direitos Básicos dos acionistas preferenciais*

Segundo Gitman (2004, p. 268) os direitos básicos dos acionistas preferenciais são relativamente mais favoráveis que os dos acionistas ordinários. A ação preferencial é vista como quase-dívida porque, assim como os juros de títulos de dívida, especifica-se um pagamento (dividendo) periódico fixo. Evidentemente, como título de propriedade, ela não constitui dívida pois não se tem data de vencimento. Como os acionistas preferenciais têm direitos fixos, sobre os resultados da empresa, os quais têm precedência em relação aos dos acionistas ordinários, estão expostos a menos risco. Conseqüentemente, em geral não recebem direito a voto.

2.2.1.2.2 *Características das ações preferenciais*

Segundo Gitman (2004, p. 268), várias características geralmente são incluídas em uma emissão de ações preferenciais, como:

- cláusulas restritivas – as cláusulas restritivas, numa emissão de ações preferenciais, visam garantir a existência continuada da empresa e o pagamento regular do dividendo. essas cláusulas incluem dispositivos que tratam de omissões de pagamentos de dividendos, vendas de títulos com direitos superiores, fusões, vendas de ativos, exigências de liquidez mínima e recompra de ações ordinárias. a violação de cláusulas de ações preferenciais geralmente permite aos acionistas preferenciais obter assento no conselho de administração ou resgatar suas ações a um preço igual ou superior ao valor nominal;
- acumulação - na maioria dos casos, as ações preferenciais são cumulativas no que se refere aos dividendos omitidos. ou seja, todos os dividendos vencidos, com dividendo

corrente, precisam ser pagos antes de ser feito qualquer pagamento de dividendos aos acionistas ordinários. se ação preferencial for não cumulativa, os dividendos omitidos não serão acumulados. nesse caso, apenas o dividendo corrente precisará ser pago para que possa ocorrer a distribuição de resultado aos acionistas ordinários. como esse só pode receber dividendos após os pagamentos devidos aos acionistas preferenciais, interessa à empresa pagar dividendos preferenciais no vencimento;

- resgate antecipado – a empresa emitente pode resgatar as ações dentro de certo prazo a um preço predeterminado. a opção de resgate antecipado geralmente não pode ser exercida antes de certa data. o preço de resgate costuma ser fixado acima do preço inicial de emissão, mas pode cair com o passar do tempo. a possibilidade de resgate antecipado oferece ao emitente uma alternativa para se livrar do compromisso de realização de pagamentos fixos caso as condições nos mercados financeiros tornem desejável agir assim; e
- conversão em ações ordinárias – é muito comum que a ação preferencial contenha cláusula de conversão permitindo aos titulares de ações preferenciais conversíveis trocar cada ação por um número determinado de ações ordinárias.

2.2.1.3 Política de Dividendos

Segundo Gitman (2004, p. 478) os dividendos em dinheiro representam a variável básica do retorno com o qual os proprietários e os investidores determinam o valor da ação. Consistem em uma fonte de fluxo de caixa para os acionistas e fornecem informação a respeito do desempenho atual e futuro da empresa. Tendo em vista que os lucros retidos, isto é, aquele não distribuído como dividendos aos acionistas, representam uma forma de financiamento interno, a decisão sobre os dividendos pode afetar significativamente as exigências de financiamento externo.

Uma característica especial das sociedades por ações é o fato de que emitem ações e estão autorizadas a pagar dividendos aos titulares dessas ações. Os dividendos pagos aos acionistas

representam um retorno sobre o capital fornecido direta ou indiretamente á sociedade pelos acionistas. O pagamento de dividendos fica a critério do Conselho de Administração.

Weston (2004, p. 725) Fatores levados em consideração para pagamento de dividendos:

- contratos de títulos – contratos de empréstimos captados limitam os pagamentos de dividendos sobre os lucros gerados depois que o empréstimo houver sido concedido. da mesma forma, contratos freqüentemente estipulam que nenhum dividendo pode ser pago a menos que o índice corrente, o índice de cobertura de juros e outros índices de segurança ultrapasassem mínimos estabelecidos; e
- disponibilidade de caixa – os dividendos em dinheiro podem ser pagos apenas em dinheiro. assim, uma escassez de caixa no banco pode restringir os pagamentos de dividendos.

2.2.1.3.1 *Fatores que afetam a política de dividendos*

Segundo Gitman (2004, p. 483) a política de dividendos representa um plano de ação a ser seguido sempre que a decisão a respeito do pagamento de dividendos é tomada. As empresas formulam políticas compatíveis com seus objetivos.

Ainda segundo Gitman (2004, p. 483), os fatores que afetam a política de dividendos são os seguintes:

- **restrições legais** – São restrições previstas em legislações;
- **restrições contratuais** – Com freqüência, a capacidade de pagamento de dividendos em dinheiro por uma empresa é limitada por cláusulas restritivas em um acordo de empréstimo. em geral, tais cláusulas proíbem o pagamento de dividendos em dinheiro até que certo nível de lucros tenha sido alcançado ou limitam os dividendos a certo valor monetário ou a determinada porcentagem. as restrições aos dividendos ajudam a proteger os credores contra perdas decorrentes da insolvência da empresa;

Lemes Júnior entre outros (2005, p. 307) corrobora esse entendimento ao expor que as cláusulas de proteção num contrato de obrigações ou de empréstimos muitas vezes incluem restrição ao pagamento de dividendos. Essa restrição é imposta pelos financiadores para preservar a capacidade da empresa de arcar com as obrigações de suas dívidas. Quando essa restrição está em vigor, é claro que influencia a política de dividendos da empresa.

- **restrições Internas** – A capacidade de pagamento de dividendos em dinheiro por uma empresa geralmente é limitada pelo volume de ativos líquidos (caixa e títulos negociáveis);
- **perspectivas de crescimento** – As necessidades financeiras da empresa estão diretamente relacionadas a sua expectativa de crescimento e que ativos precisará adquirir. Deve para isso, avaliar sua rentabilidade e seu risco para aferir sua capacidade de obter recursos externos. Além disso, é preciso determinar o custo e a velocidade com que poderá obter financiamento.

2.2.2 Empréstimos a Prazo

Segundo Weston entre outros (2000, p. 785) um empréstimo a prazo constitui um contrato sob o qual o tomador concorda em fazer uma série de pagamentos de juros e do principal em datas específicas ao prestador. Os empréstimos a prazo são normalmente negociados diretamente entre a empresa demandante e uma instituição financeira – geralmente um banco, uma companhia de seguros ou um fundo de pensão.

Os empréstimos a prazo têm três grandes vantagens sobre as ofertas públicas – rapidez, flexibilidade e baixo custos de emissão. Já que eles são negociados diretamente entre quem empresta e quem toma emprestado, a documentação formal é minimizada. As cláusulas-chave de um empréstimo a prazo podem ser elaboradas bem mais rapidamente do que as de uma emissão pública passe pelo registro das Bolsas de Valores. Outra vantagem do empréstimo a prazo tem que ver com a futura flexibilidade. Se uma emissão de título é mantida por muitos detentores

diferentes, é virtualmente impossível obter permissão para alterar os termos de acordo, embora novas condições econômicas possam tornar tais mudanças desejáveis.

A taxa de Juros de um empréstimo a prazo pode ser fixada para a vida do empréstimo ou ser variável. Se uma taxa fixa for usada, ela em geral será mantida perto da taxa dos títulos de vencimento e riscos equivalentes. Se a taxa for variável, ela normalmente será estabelecida em um certo número de pontos acima de uma das seguintes taxas: da “*prime rate*”, da taxa de *commercial paper*, da taxa *T-bills* (letras do tesouro), da taxa dos *T-bonds* (títulos do Tesouro) ou da *London Interbank Offered Rate* (Libor), que é a taxa de juros proposta pelos maiores bancos e mais fortes bancos londrinos sobre os depósitos de outros grandes bancos da mais alta classificação creditícia. Então, quando a taxa referencial pertinente ao contrato de empréstimos subir ou descer, o mesmo ocorrerá com a taxa cobrada sobre o prazo remanescente do empréstimo a prazo

2.2.2.1 Títulos

Um título é um contrato de longo prazo pelo qual um tomador concorda em realizar pagamentos de juros e do principal em datas específicas para o detentor do título. Os títulos são semelhantes a empréstimo a prazo, mas uma emissão de títulos é geralmente anunciada, oferecida ao público e efetivamente vendida a muitos investidores diferentes.

2.2.2.1.1 Características específicas dos Contratos de Dívida

Os gestores de uma empresa preocupam-se tanto com o custo efetivo de dívida quanto com quaisquer restrições nos contratos de dívida que possam limitar as ações futuras da empresa.

Em relacionamento de agenda existe quando um ou mais pessoas (os principais) contratam outra pessoa (o agente) para efetuar um serviço e então delegam a autoridade do processo decisório a esse agente. Importantes relacionamentos interagências existem: (1) entre os acionistas e gerentes; e (2) entre acionistas e credores (detentores da dívida).

Um problema de agência envolve conflitos entre acionistas e credores (detentores da dívida). Os credores emprestam recursos à empresa a taxas baseadas: (1) no risco dos ativos existentes da empresa; (2) nas expectativas concernentes ao risco de futuras adições de ativos; (3) na estrutura existente de capital da empresa (isto é, a quantia de financiamento da dívida que ela utiliza); (4) nas expectativas concernentes às mudanças da estrutura da capital. Esses são os fatores que determinam o risco da dívida de uma empresa, de forma que os credores baseiam a taxa de juros que cobram nas expectativas referentes a esses fatores.

Agora, suponha que os acionistas, agindo por meio da administração, façam com que a empresa assuma novos empreendimentos de risco muito maior do que o antecipado pelos credores. Esse risco maior fará com que caia o valor da dívida a pagar. Se os empreendimentos arriscados se revelam bem sucedidos, todos os benefícios irão para os acionistas porque os credores obtêm apenas um retorno fixo.

Segundo Weston entre outros (2002, p. 790) Os detentores de títulos têm receio legítimo de que, uma vez que emprestem recursos a uma empresa e fiquem “presos” a isso por até 30 anos, a empresa tomará alguma medida destinada a beneficiar os acionistas, mas que prejudicará os detentores de títulos.

Os investidores tentam reduzir os problemas de agenciamento por meio de restrições legais destinadas a assegurar, tanto quando possível, que a empresa nada faça para que a qualidade de seus títulos se deteriore depois que forem emitidos. O contrato é um documento legal que especifica os direitos dos detentores de títulos e da empresa. Em agente fiduciário ou depositário, que é um oficial que assegura que os interesses dos detentores de títulos estão protegidos e que os termos do contrato serão executados, normalmente um banco, é destacado para representar os detentores de títulos e garantir que os termos do contrato sejam implementados. O contrato pode ter várias centenas de páginas e incluirá convênios restritivos, que são cláusulas em que um contrato de dívida que restringem as ações do tomador, que podem abranger pontos como as condições sob as quais o emitente pode liquidar os títulos ante do vencimento, o nível em que o índice de cobertura dos juros (ICJ) do emitente deve ser mantido, para que a empresa venda títulos adicionais, e restrições contra pagamento de dividendos quando os lucros não atendem a certas especificações.

2.2.2.2 Obrigações Contratuais

Geralmente, os contratos de empréstimos possuem uma série de cláusulas, com os mais diversos enfoques.

Lemes Júnior entre outros (2005, p. 232) corrobora esse entendimento ao expor que os bancos fazem uma série de exigências aos tomadores antes de liberar os recursos. Essas exigências são especificadas em contratos e envolvem critérios a respeito de contabilidade, demonstrações financeiras auditadas, quitação de impostos, transferência de informações, fluxo de caixa, etc.

Segundo Nevitt e outros (2000, p. 112), as principais cláusulas de um contrato são:

- **cláusulas de fechamento dos termos do contrato de empréstimo** - estas disposições descrevem o empréstimo e as condições e requisitos que devem ser satisfeitas, a fim de fechar a operação.
- **cláusulas positivas** - estas cláusulas resumem as responsabilidades em curso do mutuário para além do pagamento adequado de capital e juros
- **cláusulas negativas** - estas cláusulas apresentam as limitações sobre as ações e as operações de reembolso do empréstimo destinadas a proteger o financiador.
- **cláusulas de inadimplências e remediações** - estas disposições descrevem quando as financiadas do acordo estão inadimplentes e as soluções que estão à disposição do mutuante.
- **boilerplate** - estas disposições são bastante rotineiras, sendo principalmente concebidas para proteger o credor e estabelecer procedimentos para a administração do empréstimo.

Para esse trabalho, serão focadas as cláusulas negativas, já que elas o objetivo principal é verificar o impacta das mesmas na elaboração das demonstrações contábeis.

2.2.2.2.1 *Cláusulas Negativas ou Restritivas*

Segundo Nevitt entre outros (2000, p. 116), As cláusulas negativas ou restritiva estão entre uma das mais importantes cláusulas constantes nos contratos de financiamento. Essas cláusulas são intencionalmente inseridas para proteger o financiador e limitar as ações e operações realizadas pelo financiado. Falando em termos gerais, os financiadores vêem as cláusulas negativas como um meio de monitorar a saúde financeira da financiado. Financiadores os consideram como um sistema de alerta, e não um meio de restringir o financiado. No entanto, trata-se de pequeno conforto aos financiados. Cláusulas Negativas são restrições, e os financiados devem levar em consideração suas implicações atuais e futuras. Isso requer cuidado por parte do financiado quando da revisão de seus planos e previsões financeiras.

Muitos financiados têm a percepção que há uma relação entre taxa de juros e cláusulas restritivas e vice-versa.

Como regra geral, esse não é o caso. Muitos financiadores não consideram que há relação entre as duas. Isso se origina da visão do financiador que a função das cláusulas restritivas é monitorar o empréstimo. As taxas de juros os compensam pelo risco que eles assumem ao financiar a empresa. Cláusulas Restritivas não diminuem significadamente o risco. Em vez disso, eles ajudam contribuindo para assegurar que não irá aumentar.

Cláusulas Restritivas podem ser toleradas para contratos específicos da empresa. Enquanto as cláusulas restritivas sejam altamente contraproducente para ambas as partes, é responsabilidade do financiado de assegurar que as clausulas não são desnecessariamente restritivas. Como mencionado anteriormente, o financiado pode resumir o seu pensamento sobre a necessidade ou conveniência das principais cláusulas restritivas como parte do memorando do financiamento.

Gitman (2004, p. 234) corrobora esse entendimento aos expor que as escrituras de emissão de obrigações normalmente também contêm certas cláusulas restritivas, que impõem restrições operacionais e financeiras ao tomador. Essas cláusulas ajudam a proteger o obrigacionista contra aumentos do risco do tomador. Sem elas, o tomador poderia elevar o risco da empresa, mas não precisaria pagar juros adicionais para indenizar pelo aumento de risco.

Segundo Nevitt entre outros (2000, p. 116), as cláusulas restritivas mais comuns incluem:

- **exigir um nível mínimo de liquidez para garantia contra inadimplência** –proibir a venda de contas a receber para gerar caixa. a venda de contas a receber poderia gerar falta de caixa no longo prazo, caso o dinheiro fosse usado para saldar obrigações correntes;
- **impor restrições aos ativos imobilizados** - o tomador deve manter um nível estipulado de ativos imobilizados para garantir sua capacidade de pagar as obrigações;
- **restringir endividamentos subseqüentes** - podem ser proibidas dívidas de longo prazo adicionais, ou dívidas novas podem ser subordinadas ao empréstimo original. a subordinação significa que os credores subseqüentes aceitam esperar até que todos os créditos da dívida preferencial sejam pagos;
- **limitar os pagamentos anuais de dividendos** - em dinheiro pela empresa a certa porcentagem ou certo valor

Ainda segundo Nevitt (2000, p. 116), as principais cláusulas restritivas encontradas em contratos de empréstimos são:

- **requerimento de capital de giro mínimo** - dependendo das necessidades do projeto da companhia, ele irá requerer um incremento de capital de giro até um determinado nível no futuro. algumas vezes, contudo, capital de giro mínimo pode ser um percentual de alguma variável, como financiamentos de longo prazo, receitas, etc.;
- **limitação de dívidas de curto prazo** – endividamentos de curto prazo podem ser limitados de várias maneiras. tipicamente, é fixado em certa quantidade de moeda. cláusulas contratuais podem ser feitas para crescimentos periódicos em montantes específicos. algumas vezes, é permitido que dívidas de curto prazo sejam baseadas em uma fórmula relacionando o nível de certas variáveis como contas a receber;
- **limitação de dívidas de longo prazo** – financiadores algumas vezes se referem a dívidas de longo prazo como dívidas fundadas. em adição a dívidas seniores e subordinadas, dívidas fundadas normalmente são definidas incluindo dívidas hipotecárias, créditos bancários rotativos e arrendamentos financeiros. contratos do tipo *take or pay leasing* operacional ou dívidas contingenciais podem ser incluídas como garantias. tipicamente, dívidas fundadas são limitadas por um certo montante de

moeda ou por uma fórmula expressa como uma porcentagem de um valor consolidado líquido, fluxo de caixa, etc.;

- **restrições de obrigações de leasing** – obrigações de leasing podem ser restritas de uma série de maneiras. o tipo mais comum de limitação é a inclusão de um limite anual de valor a ser pago a título de arrendamento;
- **restrições de pagamentos de dividendos, outros pagamento de ações e de recompra de ações** – usualmente, os pagamentos são restritos a um determinado percentual fixado com base em algumas variáveis, como ganhos consolidados, fluxo de caixa gerado, etc. os percentuais podem variar de zero a 100%, dependendo das condições particulares previstas em cada contrato;
- **restrições de suprimentos e contratos de compras (acordos de *take or pay*)** – contratos de *take or pay* obrigam a companhia a pagar por produtos ou serviços, independentemente deles terem sido prestados ou não. essa operação tende a gerar dívidas contingenciais.

2.3 PROJECT FINANCE

Nessa seção, será apresentado os principais aspectos relacionados a um estrutura da financiamento realizado através de *Project Finance*.

2.3.1 Definição

Segundo Finnerty (1999, p. 2) o *Project Finance* pode ser definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos vêm o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer retorno sobre o seu capital investido no projeto. Os prazos de vencimento da dívida e dos títulos patrimoniais são projetados sob medida para as características do fluxo de caixa do projeto. Para sua garantia, os títulos da

dívida do projeto dependem, ao menos parcialmente, da lucratividade do mesmo e do valor dos seus ativos. Ativos que têm sido financiados com base em projeto incluem oleodutos, gasodutos, refinarias, instalações de geração de energia elétrica, projetos hidrelétricos, instalações portuárias, minas e instalações de processamento de minérios.

Já segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 248) *Project Finance* ou financiamentos de projetos é uma operação financeira estruturada que permite dividir o risco entre o empreendedor e o financiador, que serão remunerados pelo fluxo de caixa do empreendimento.

Ainda segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 248) é uma operação extremamente útil na implantação e expansão dos negócios, principalmente naqueles que exigem elevados investimentos, sendo essencial que a garantia do financiamento seja assegurada pelo fluxo de caixa do projeto, seus ativos, recebíveis e contratos; e que fique claramente demonstrada a viabilidade econômica e financeira do projeto para garantir o seu retorno, pois o empreendimento deve se sua própria garantia, além de ser capaz de convencer os financiadores de que independe da condição financeira individual dos agentes envolvidos, já que os investidores estão preocupados é com o fluxo de caixa do empreendimento.

O Project Finance, (FINNERTY, 1999, p. 102) geralmente engloba as seguintes características básicas:

- um acordo entre as partes financeiramente responsáveis pela complementação do projeto que, para esse fim, disponibilizam ao projeto todos os recursos financeiros necessários à sua finalização;
- um acordo entre as partes financeiramente responsáveis (tipicamente, na forma de um contrato para a compra de produção do projeto) que garanta que, quando ocorrer a finalização do projeto e se iniciarem as operações, o projeto tenha dinheiro suficiente para atender a todas as suas despesas operacionais e exigências de serviço da dívida, mesmo que o projeto não seja bem-sucedido por motivos de força maior ou quaisquer outros;
- garantias das partes financeiramente responsáveis de que, ocorrendo uma dificuldade nas operações, que torne imprescindível o investimento de recursos financeiros para devolver ao projeto condições de operações, os recursos necessários serão

disponibilizados através de indenizações de seguro, adiantamento contra entregas futuras ou algum outro meio.

Deve-se distinguir o *Project Finance* do financiamento direto convencional ou daquilo que poderia ser denominado financiamento com base no crédito global da empresa. No que diz respeito ao financiamento direto convencional, os credores de uma empresa contam com o total da carteira de ativos da mesma para a geração de fluxo de caixa para o serviço de seus empréstimos. Os ativos e seu financiamento são integrados às carteiras de ativos e passivos da empresa. Frequentemente, tais empréstimos não são respaldados por qualquer garantia. A característica fundamental que distingue o *Project Finance* dos demais financiamentos é que o projeto é uma entidade jurídica distinta; ativos do projeto, contratos a ele relacionados e o fluxo de caixa do mesmo são agregados em grau substancial da entidade patrocinadora. A estrutura de financiamento é projetada de forma a alocar retornos financeiros e riscos com maior eficiência do que a estrutura do financiamento convencional. No *Project Finance*, os patrocinadores fornecem, na maioria dos casos, direitos de regresso limitados aos fluxos de caixa de seus demais ativos que não fazem parte do projeto. Além disso, normalmente oferecem ativos do projeto, mas nenhum dos demais ativos, para garantir empréstimos ao mesmo.

O termo *Project Finance* é amplamente mal-empregado e talvez ainda mais malcompreendido. Para esclarecer a definição, é importante compreender o que o termo não significa. *Project Finance* não é um meio de levantar recursos para financiar um projeto que seja tão fraco, economicamente, que poderá não conseguir servir sua dívida ou fornecer uma taxa de retorno aceitável aos investidores de capital. Em outras palavras, não é um meio de financiar um projeto que não possa ser financiado em bases convencionais.

Um *Project Finance* requer uma cuidadosa engenharia financeira para alocar os riscos e retornos entre as partes envolvidas, de forma que seja mutuamente aceitável.

Os *Projects Finances* diferentemente dos empréstimos corporativos, destinam-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.

Na formação de um *Project Finance*, a criação de uma sociedade de propósito específico encarregada de obter os recursos necessários para a implantação do projeto cumpre duas funções:

- a segregação dos riscos do projeto em uma única entidade (com a segregação, o único risco assumido pelos investidores é o relativo ao próprio projeto);
- o deslocamento do endividamento ocasionado pelo projeto para uma determinada pessoa jurídica determinada na contabilidade, assim, o orçamento e o balanço das partes envolvidas.

Buched (apud MARTINS, 2007, p. 61), expõe que um *Project Finance*, as obrigações assumidas são suportadas exclusivamente pelo projeto em si; entretanto, a prática tem demonstrado que, quase sempre, existem garantias paralelas, de natureza real (outorgada sobre um bem) ou de natureza pessoal (outorgada genericamente sobre um patrimônio).

Em conclusão, o *Project Finance* presume maior risco para o financiador, que em contrapartida, exige remuneração maior. Buched (apud LUCCHESI, 2007, p. 62):

os investidores internacionais ainda consideram bastante arriscada a estruturação de operações de financiamento de projetos no Brasil e, de modo geral, nos demais países da América Latina, muito embora o percentual de retorno financeiro anual proporcionado por projetos conduzidos nesses países (que podem variar de 15% a 20%) seja bastante superior ao percentual apurado em países em desenvolvimento (que alcança no máximo 10%).

No centro há um ativo distinto, uma instalação em separado ou um conjunto de ativos relacionados, que tem uma finalidade específica. Frequentemente, esta finalidade é relacionada à aquisição de matérias-primas, produção, processamento ou entrega.

Um projeto deverá incluir todas as condições necessárias para que constitua uma entidade operacional independente e viável. Por exemplo, não poderá ser parte integrante de outra instalação. Se o projeto for depender de quaisquer ativos de propriedade de outros em qualquer estágio de seu ciclo operacional, deverá ser garantido o acesso incondicional do projeto a essas instalações, sempre que for preciso, independentemente de eventos que possam ocorrer.

2.3.1.1 Vantagens do *Project Finance*

Segundo Finnerty (1999, p. 105) as Vantagens do *Project Finance*.

O *Project Finance* deve ser utilizado quando puder oferecer um custo de capital, após o pagamento de impostos, mais baixo do que o financiamento convencional. Num caso extremo, o crédito dos patrocinadores pode ser tão fraco que seja incapaz de obter recursos suficientes para financiar um projeto a custo razoável, por si só. O *Project Finance* poderá, então, oferecer o único meio viável para o financiamento do projeto.

O *Project Finance* dentre outras, pode apresentar as seguintes vantagens:

- economia de escala – quando dois ou mais produtores podem se beneficiar se unindo para construir uma única instalação quando há economias de escala na produção;
- compartilhamento de risco – uma *joint venture* permite aos patrocinadores compartilharem os riscos do projeto. se o custo de capital de um projeto for grande em relação à capitalização do patrocinador, uma decisão no sentido de empreender o projeto sozinho pode pôr em perigo o futuro patrocinador;
- capacidade de endividamento expandida – o *project finance* permite ao patrocinador de um projeto financiá-lo com base no crédito de terceiros. frequentemente, esse terceiro é o comprador da produção do projeto. um projeto pode levantar recursos com base e, compromissos contratados quando (1) os compradores assinam contratos de longo prazo para comprar a produção do projeto e (2) as disposições contratuais são estritas o suficiente para assegurar um fluxo de caixa adequado ao projeto, permitindo o pleno serviço de sua dívida sob quaisquer circunstâncias previsíveis. se houver contingências em suporte de crédito serão necessários para cobri-las. não obstante, os compromissos contratuais de compra formam a base que apóia o *project finance*.
- custos gerais de recursos financeiros mais baixos – se o nível de crédito do comprador for maior que o dos patrocinadores do projeto, o projeto poderá tornar recursos a custos menores do que os patrocinadores poderiam fazer por si sós. da mesma forma, até o ponto em que a entidade-projeto possa alcançar um mais elevado grau de alavancagem do que os patrocinadores sejam capazes de manter confortavelmente

sozinhos, o custo de capital do projeto se beneficiará com a substituição de dívida de menor custo por capital próprio;

- liberação de fluxo de caixa líquido – a entidade-projeto geralmente tem vida finita. sua “política de dividendos” é geralmente especificada contratualmente no momento em que se monta qualquer financiamento externo de capital. o fluxo de caixa que não for necessário para atender às despesas operacionais, pagar serviços da dívida ou para realizar melhorias de capital – o assim chamado fluxo de caixa líquido – normalmente deverá ser distribuído aos investidores do projeto. quando um projeto é financiado com base em crédito geral de uma empresa, os ativos do projeto tornam-se parte da carteira de ativos da empresa. o fluxo de caixa líquido do projeto aumenta os recursos de caixa internos da empresa. este fluxo de caixa líquido é retido ou distribuído aos acionistas da empresa a critério da administração.

O *Project Finance* elimina esse elemento de discriminação. Os investidores poderão preferir que a empresa-projeto distribua o fluxo de caixa líquido, permitindo que o invistam como melhor lhes aprouver. Reduzir o risco de que o fluxo de caixa líquido possa ser retido e investido sem a aprovação dos investidores de capital do projeto deverá reduzir o custo de capital próprio para o projeto.

Observe que o patrocinador não fica necessariamente em desvantagem sob esse arranjo. Se o patrocinador estiver pensando em projetos adicionais que considera lucrativos, poderá negociar recursos para o financiamento desses projetos com investidores de capital externos. Se concordarem em financiar quaisquer desses investimentos adicionais dentro da entidade-projeto, poderão, de comum acordo, renunciar à exigência de dividendos e os recursos poderão ser investidos dessa forma.

2.3.1.2 Desvantagens do Project Finance

Segundo Finnerty (1999, p. 107) as principais desvantagens de um *Project Finance* são:

- complexidade do *project finance* – o *project finance* se estrutura em torno de um conjunto de contratos que deve ser negociado por todas as partes de um projeto. esses contratos podem ser bastante complexos e, portanto, onerosos ao serem elaborados. normalmente exigem mais tempo para ser elaborados do que um financiamento convencional. o *project finance* geralmente também requer um maior investimento de tempo da gerência do que um financiamento convencional;
- suporte de crédito indireto – para qualquer devedor (final) da dívida do projeto e qualquer grau de alavancagem dado a estrutura de capital, o custo da dívida é geralmente mais elevado num *project finance* do que num financiamento convencional comparável devido à natureza indireta do suporte do crédito. o suporte do crédito para o *project finance* é proveniente de compromissos contratuais em vez da promessa direta de pagar;
- custos de transação mais elevados – devido à sua maior complexidade, o *project finance* envolve custos de transação mais elevados do que os financiamentos convencionais comparáveis. esses custos de transação mais altos refletem as despesas legais envolvidas na elaboração da estrutura do projeto, pesquisa e gerenciamento de questões fiscais e jurídicas relativas ao projeto, e na preparação da documentação de propriedade do projeto, dos empréstimos e de outros contratos necessários.

2.4 PROJECT FINANCE VERSUS FINANCIAMENTO DIRETO

O *Project Finance* deve ser comparado ao financiamento direto com base no nível geral de crédito do patrocinador, quando se está decidindo como melhor financiar um projeto cujas características fazem com que seja adequado para o *Project Finance*. É importante observar que só porque o *Project Finance* pode ser viabilizado, isto não significa que o projeto deva ser financiado dessa maneira. As vantagens e desvantagens relativas desses meios alternativos de financiamento devem ser cuidadosamente pesadas para que se determine qual técnica será mais vantajosa para os acionistas do patrocinador do projeto.

Cr�terios	Financiamento Direto	Projecto Finance
Organiza�o	Grandes empresas s�o geralmente organizadas de forma corporativa.	O projeto pode ser organizado como parceria ou como empresa de responsabilidade limitada para utilizar, de forma mais eficaz, os benef�cios fiscais decorrentes da propriedade
	Fluxos de caixa de diferentes ativos e neg�cios se misturam	Ativos e fluxos de caixa relacionados ao projeto s�o segregados das demais atividades do patrocinador
Controle e Monitoramento	O controle reside principalmente na ger�ncia	A ger�ncia permanece no controle, mas fica sujeita a um maior monitoramento do que numa corpora�o t�pica
	O conselho de Administrativo monitora a performance da corpora�o em nome dos acionistas	A segregaa�o de ativos e fluxos de caixa facilita uma maior centraliza�o pelos investidores
	A monitora�o direta limitada � feita pelos investidores	Condi�es contratuais que governam os investimentos em d�vida e patrim�nio cont�m disposi�es que facilitam o monitoramento
Aloca�o de risco	Os credores t�m total direito de regresso junto ao patrocinador do projeto	Os credores t�m tipicamente, um direito de regresso limitado - e, em alguns casos nenhum direito de regresso - junto aos patrocinadores do projeto
	Os riscos s�o diversificados entre ativos da carteira do patrocinador	A exposi�o financeira dos credores � espec�fica ao projeto, embora arranjos suplementares de suporte cr�dit�cio possam compensar, ao menos parcialmente, essa exposi�o ao risco.
	Certos riscos podem ser transferidos a terceiros atrav�s da contrata�o de seguros, atividades de hedging, e assim por diante	Condi�es contratuais redistribuem riscos relacionados ao projeto
		Riscos do projeto podem ser alocados entre as partes que melhor possam assumi-los
Flexibilidade financeira	O financiamento pode ser rapidamente montado	Envolvem maior volume de informa�es, contrata�o e custos de transa�o
	Recursos gerados internamente podem ser usados para financiar outros projetos, evitando a disciplina do mercado de capitais	Arranjos financeiros s�o altamente estruturados e grandes consumidores de tempos
		Fluxo de caixa gerados internamente podem ser
Fluxo de caixa l�quido	Gerentes t�m amplo arb�trio com rela�o � aloca�o do fluxo de caixa l�quido entre dividendos e reinvestimento	Os gerentes t�m arb�trio limitado.
	Os fluxos de caixa se misturam e depois s�o alocados de acordo com a pol�tica corporativa	Por contrato, o fluxo de caixa l�quido deve ser distribuído aos investidores de capital

Critérios	Financiamento Direto	Projecto Finance
Agency costs	Investidores de capital estão expostos aos <i>agency costs</i> do fluxo de caixa líquido	Os <i>agency costs</i> do fluxo de caixa líquido são reduzidos
	É mais fácil fazer com que os incentivos à gerência sejam específicos do projeto	Os incentivos à gerência podem ser atrelados ao desempenho do projeto
	Os <i>agency costs</i> são muito elevados do que para o <i>Project Finance</i>	o monitoramento mais rigoroso por parte dos investidores é facilitado
		O problema do subinvestimento pode ser atenuado
		Os <i>agency costs</i> são mais baixos do que no financiamento interno.
Estrutura dos contratos de dívida	Os credores se valem de toda a carteira de ativos do patrocinador para que o serviço da dívida.	Credores se valem de um ativo ou conjunto de ativos específicos para o serviço da dívida
	Geralmente, a dívida não é garantida (quando o tomador é uma grande corporação)	De modo geral, a dívida é garantida
		Os contratos de dívida são elaborados sob medida para as características específicas do projeto
Capacidade de endividamento	O financiamento da dívida utiliza parte da capacidade de endividamento do patrocinador	O suporte de crédito proveniente de outras fontes, como compradores da produção do projeto, pode ser canalizado para dar suporte aos empréstimos tomados no projeto
		A capacidade de endividamento do patrocinador pode ser efetivamente expandida
		Pode-se alcançar uma alavancagem maior (que oferece valiosos mecanismos de economia fiscal) do que aquela com a qual o patrocinador se sentiria à vontade, caso financiasse o projeto diretamente
Insolvência	Podem-se evitar dispendiosos apuros financeiros, que são consumidores de tempo	O custo de resolução de apuros financeiros é menor
	Os credores têm o benefício de toda a carteira de ativos do patrocinador	O projeto pode ser isolado da possível insolvência do patrocinador
	Dificuldades em um negócio-chave poderão drenar dinheiro de "bons projetos"	As chances de os credores recuperarem seu principal são mais limitadas; a dívida geralmente não é pagável com recursos de outros projetos não-relacionados

Fonte: Finnerty (1999,26)

Quadro 4 – Financiamento Direto X *Project Finance*

Fonte: Finnerty (1999, p. 25)

Segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 249) em muitos casos, o Project Finance é efetivado por uma Sociedade de Propósito Específico, criada para atender ao projeto com a finalidade de isolar o empreendimento dos demais ativos empreendedora, reduzindo desta forma o risco de seus acionistas.

Por isso, nos tópicos abaixo, será exposto sobre as principais formas de relacionamento entre empresas, e por último, sobre os conceitos vinculados a SPE.

2.5 RELACIONAMENTO ENTRE EMPRESAS

Conforme já comentado, com a globalização e o aumento da concorrência torna-se cada vez mais comum as empresas, ao longo de suas atividades, se unirem com o objetivo de reduzir custos e otimizar as suas operações. Esse novo cenário tem obrigado a Contabilidade a evoluir para acompanhar essas operações, deixando cada vez mais de lado a vinculação à forma legal da operação para o reconhecimento das transações de acordo com a sua essência e realidade econômica. Como parte dessa evolução, podemos destacar a necessidade de acompanhar de forma clara e precisa as operações envolvendo SPEs, principalmente, após o escândalo envolvendo a Enron, que se utilizou de uma falha da legislação vigente na época. Para um melhor entendimento desse assunto, será discutido sobre os tipos de ligações entre as empresas, inclusive a luz da nova Lei das Sociedades Por Ações (Lei 11.638/2007), até chegar aos conceitos que buscam normatizar as operações envolvendo SPEs. Para tanto, esse trabalho iniciará com os conceitos relacionados às operações tradicionais, onde necessariamente uma empresa participa do capital da outra até as transações mais atuais, onde que a participação em outra empresa passa a ser um mero detalhe, prevalecendo o conceito econômico e a vinculação ao risco.

Para iniciar essa discussão é importante discorrer sobre alguns conceitos apresentados no art. nº 264 da Lei 6.404/1976, com sua nova redação.

Art. 248 – No balanço patrimonial da companhia, os investimentos em coligadas sob cuja a administração tenha influência significativa, ou que participe com 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante, em controladas e em outras sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou que estejam sob controle comum serão avaliados pelo método da equivalência patrimonial, de acordo com as seguintes normas.

Com base no artigo citado, será discutidos conceitos relacionados a Combinação de Negócios, passando pelos aspectos de participações em empresas, chegando, finalmente, aos conceitos de SPE que é a empresa objeto desse trabalho, onde fica evidente a necessidade da contabilidade a ser adequar cada vez mais à essência da operação.

2.5.1 Combinação de Negócios

El Hajj (apud BEAMS, 1996, p. 1) que define *Business Combination* como uma união de entidades de negócios que se apresenta como alternativa para expansão ou desenvolvimento e que, frequentemente, oferece vantagens para todas as entidades combinadas bem como para seus proprietários.

Segundo Soroosh (2003, p. 31), já o IAS 22 define como a união de empresas independentes em uma única entidade econômica, sendo resultado da união de uma empresa e outra ou a obtenção de controle por parte de uma empresa sobre os ativos líquidos e as operações de outra empresa.

Nota-se que o conceito apresentado no IAS 22 vem ao encontro da utilização de SPEs, considerando que se verifica uma ênfase no enfoque econômico da transação, ou seja, na essência em detrimento do aspecto formal, uma vez que as empresas podem continuar a existir individualmente.

Dentre as muitas formas de se unir empresas separadas em uma única entidade têm-se as que envolvem as participações formais no capital de outras entidades e as que a união são realizadas através de atos legais, sem, contudo, necessitar que haja participação formal no capital.

As participações formais reconhecidas pela legislação brasileira estão definidas na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários -CVM nº 247, de 15 de março de 2006 que apresenta:

- **controladas** como a sociedade na qual a investidora, diretamente ou indiretamente, seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente:
 - a) preponderância nas deliberações sociais; e

b) o poder de eleger ou destituir a maioria dos administradores.

- **controladas em conjunto** como a sociedade na qual a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger ou destituir a maioria dos administradores estejam sob controle comum ou sejam exercidos mediante a existência de acordo de votos, independentemente do seu percentual de participação no capital votante.

Nota-se que a CVM nessa Instrução prende-se ao conceito formal da operação, ou seja, a existência de participação votante.

- **coligadas** - consideram-se coligadas as sociedades quando uma participa com 10% (dez por cento) ou mais do capital social da outra, sem controlá-la. cabe salientar que a lei 11.638/2007, alterou esse percentual para 20% (vinte por cento) do capital.

Todavia, em 2004, através da Instrução CVM 408, a Comissão de Valores Mobiliários harmonizou-se com os conceitos do USGAAP (FIN 46) e do IFRS (IAS 31) quanto a contabilização dos empreendimentos em conjunto de acordo com a essência da operação, quando houver indício que na essência as atividades dessas entidades são controladas, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, pela companhia aberta.

Nota-se que para aplicação do exposto na legislação, há necessidade de se entender claramente o conceito de controle e controle em conjunto, os quais buscaremos fazer nos tópicos a seguir.

2.5.2 Controle

O conceito de controle ganha importância quando, pela evolução das operações entre empresas, percebe-se que a participação de uma empresa no capital de outra deixa de ser critério preponderante para determinação da existência ou não de controle. Atualmente, através de contratos e outros meios juridicamente válidos, é possível que uma empresa controle outra, sem a

necessidade de participar do capital social. Esse entendimento é corroborado pela CVM, na Nota Explicativa sobre a Instrução no. 408, de 18 de agosto de 2004 .

(...) controle sobre as atividades e sobre os benefícios decorrentes dessas atividades, podendo, esse controle, ser exercido tanto por uma entidade isolada quanto por um conjunto de entidades, sem haver, necessariamente, controle acionário ou mesmo qualquer participação no capital social.

Segundo Carvalho entre outros (2006, p. 159), Controle é o poder de governar as políticas operacionais e financeiras de uma empresa ou ramo de atividade econômica, de modo a obter benefícios de suas atividades.

Já a Instrução CVM nº 408, considera-se que existem indicadores de controle das atividades de uma SPE quando tais atividades forem conduzidas em nome da companhia aberta ou substancialmente em função das suas necessidades operacionais específicas, desde que, alternativamente, direta ou indiretamente:

- a companhia aberta tenha o poder de decisão ou os direitos suficientes à obtenção da maioria dos benefícios das atividades da SPE, podendo, em consequência, estar exposta aos riscos decorrentes dessas atividades; ou
- a companhia aberta esteja exposta à maioria dos riscos relacionados à propriedade da SPE ou de seus ativos.

2.5.3 Controle Compartilhado

Segundo Carvalho entre outros (2006, p. 159) consiste no compartilhamento por acordo contratual do controle sobre uma atividade econômica e que existe somente quando as decisões operacionais e financeiras estratégicas relacionadas à atividade requerem consenso unânime entre as partes que dividem o controle.

Nota-se que o percentual de participação que uma empresa possui em outra deixa de ser um requisito preponderante para determinação da existência de controle. O legislador

preocupasse mais uma vez em demonstrar a essência da operação e não a forma que ela foi estruturada.

2.6 JOINT VENTURE E SUAS CLASSIFICAÇÕES

O objetivo dessa seção é apresentar as principais características das *Joint Ventures*, comumente utilizadas como empresas veículos na estruturação financeira realizadas através de Project Finance

2.6.1 Conceituação

Podemos definir *Joint Ventures* ou Empreendimentos em conjunto como uma associação ou acordo entre duas ou mais pessoas para desenvolver um negócio específico, com o intuito de obter lucro e/ou usufruir o benefício econômico gerado, independentemente da forma jurídica.

Esse entendimento é corroborado por Carvalho (2003, p. 101) que discorre:

Em suma, correspondem à maneira mais rápida de se adquirir competências, até mesmo com a concorrente, podendo alcançar um nível profissional que o deixe ainda mais fortalecido que o próprio concorrente ao final da parceria. Pois, normalmente, o que se que com uma parceria é a corrida mais rápida ao aprendizado que ela pode oferecer.

Apesar de poderem ser apresentadas sob diferentes formas e com diferentes estruturas, todas as *Joint Ventures* possuem pelo menos duas características em comum:

- dois ou mais sócios são vinculados a um acordo contratual;
- o acordo contratual estabelece o controle conjunto, ou seja, é definida contratualmente a partilha de uma atividade econômica.

O pronunciamento da Internacional Accountant Standards Board – IASB nº 31, menciona que as atividades que não se regem por acordo contratual estabelecendo o controle em conjunto não podem ser consideradas como *joint ventures*.

2.6.2 Das Espécies de *Joint Ventures*

Segundo Carvalho (2003, p. 39), as *joint ventures* podem ser classificadas em:

- **nacionais e internacionais** – quando as empresas de um mesmo país cooperam entre si tem-se uma parceria nacional, enquanto quando a cooperação ocorre entre empresas de nacionalidade distintas, está-se diante de parceria internacional, portanto, o critério de classificação para essa espécie é a nacionalidade da empresa;
- **com ou sem participação financeira** – um dos motivos mais frequentes para a constituição de uma parceria é a contribuição financeira que ela poderá proporcionar para uma das partes, ou seja, o fundamento principal de uma cooperação pode ser a injeção de capital ou não, tudo dependendo das necessidades que levam os empresários a firmarem a parceria;
- **com ou sem constituição de personalidade jurídica** – a parceria pode dar origem a uma empresa (societária) ou não (contratual). através do contrato as partes formalizam suas intenções, não sendo necessário constituir uma pessoa jurídica para a consecução de seus objetivos;
- **filial comum internacional** – duas ou mais empresas independentes constituem com seus capitais uma filial comum, a qual é administrada em conjunto pelas parceiras, escolhendo uma das formas societárias em direito admitidas para o seu legal funcionamento no país hospedeiro;
- **transitória ou permanente** – o projeto firmado pode ser para a execução de um determinado objetivo, para o qual basta a parceria ser temporária, ou a parceria pode não ter limites temporais casos existem de *joint ventures* temporárias que acabaram se desenvolvendo para uma cooperação de continuidade, ou mesmo de parceiros que

utilizaram a temporária para se conhecerem melhor, firmando, *a posteriori*, uma parceria sem limites temporais.

2.6.3 Modalidades – Operações controladas em conjunto, Ativos Controlados em conjunto e Empresas controladas em conjunto

Operações Controladas em conjunto – Nessa forma não há a necessidade de se formar uma sociedade. Cada sócio usa o seu próprio ativo imobilizado, incorrendo em suas próprias despesas e passivos, obtendo seu próprio financiamento. O contrato da *joint venture* prevê a metodologia para rateio da receita do objeto da *joint venture*, bem como o rateio das despesas em comum.

Com relação aos aspectos contábeis, nessa forma cada sócio deverá reconhecer nas suas demonstrações contábeis individuais e consolidadas os ativos que controle e os passivos que incorre e as receitas auferidas e as despesas em que ocorre pela *joint venture*.

Ativos Controlados em conjunto – Essa forma não requer a constituição de uma nova sociedade. Cada sócio tem controle sobre a sua parte dos benefícios econômicos futuros, mediante a participação nos ativos controlados em conjunto. Em relação aos aspectos contábeis, os sócios devem reconhecer em suas demonstrações contábeis individuais e consolidadas sua parte nos ativos controlados em conjunto, classificada de acordo com a natureza dos ativos; qualquer passivo em que tenha incorrido; sua parcela em qualquer passivo incorrido em conjunto com os demais sócios relativamente à *joint venture* e qualquer receita e/ou despesa incorrida em relação a sua participação. Esse tratamento dos ativos controlados em conjunto reflete a essência e a realidade econômica;

Entidades Controladas em conjunto – Nessa forma há obrigatoriamente a constituição de uma sociedade, na qual cada sócio deterá participação. A entidade constituída incorrerá em despesas, auferirá receitas, celebrará contratos e obterá financiamentos em seu próprio nome. Em relação aos aspectos contábeis, cada sócio deverá registrar em suas demonstrações contábeis individuais, utilizando o método de equivalência patrimonial e consolidada de forma proporcional ao seu percentual de sua participação.

2.7 SPE

Dentre os tipos existentes de Joint Ventures, será destacada as Sociedades de Propósito Específico, que foi a utilizada no Projeto Malhas, objeto de estudo desse trabalho.

2.7.1 Definições

Nos casos de SPE's, embora não haja participação de um dos entes, há de fato o controle econômico, tendo em vista que a empresa que não participa obtém os benefícios da atividade. Adicionado a isso, há um acordo em que a beneficiária da atividade pode estabelecer políticas financeiras e operacionais. A Instrução CVM 408/2004, orienta qual o tratamento a ser dado para o cálculo de equivalência patrimonial e consolidação das Entidades de Propósito Específico.

Sociedade de Propósito Específico (SPE), Entidades de Propósito Específico (EPE) ou *Variable Interest Entities* são empresas sempre criadas com um objetivo específico como, por exemplo, para facilitar operações de *leasing*, *hedging*, pesquisa e desenvolvimento, obtenção de financiamentos, etc.

Já a Nota Explicativa à Instrução CVM 408, dispõe que Entidade de Propósito Específico “é uma entidade que pode ser constituída para realizar um propósito específico e bem definido”, independentemente da sua forma de constituição (S/A., Ltda, Fundação, etc).

Freqüentemente são criadas SPE com disposições legais, estatutárias ou contratuais que impõem limites rígidos ao processo de tomada de decisões de seus órgãos pelos seus gestores. Essas disposições geralmente especificam que a política que guia as atividades contínuas da SPE não pode ser modificada, a não ser, talvez, por seu instituidor ou patrocinador, ou seja, elas operam em um mecanismo denominado de "piloto automático" ("*autopilot*").

2.7.2 Classificações de SPEs

Soroosh e Ciesielski (2004, p. 33) dispõem que consoante à finalidade de sua criação, as SPEs podem ser dos seguintes tipos:

2.7.2.1 Synthetic Leases

São as SPEs nas quais os patrocinadores criam uma empresa (*Shell Company*) com o objetivo de construir e financiarem o ativo que terá um uso específico por um dos patrocinadores.

Como exemplo dessa transação podemos citar, por hipótese, a situação em que uma empresa X pretende utilizar um edifício para os seus escritórios pelos próximos dez anos. Caso adquiri-se diretamente o edifício gastaria cerca de R\$ 10 milhões. Alternativamente, a empresa cria uma entidade jurídica distinta, uma SPE, para a compra do edifício. A SPE, por sua vez, obtém um financiamento junto a uma instituição para adquirir o imóvel e celebra um contrato de arrendamento do imóvel com a empresa X, em um valor suficiente para a quitação do empréstimo.

As duas formas nas quais a operação pode ser estruturada, a partir da perspectiva do locador, quer seja como uma locação operacional ou financeira. A caracterização resultante terá um impacto significativo sobre a forma como a operação é contabilizada para locação. A partir de uma ficha financeira, o arrendatário ou usuário final vai desejar caracterizar como uma operação de arrendamento. Essa caracterização confere ao arrendatário o tratamento mais favorável a partir de uma perspectiva de relatórios financeiros. Quando a operação é caracterizada como alugar um ativo operacional, de forma implícita, o arrendatário não é o adquirente do ativo, mas simplesmente fazer uso dela para um período finito de tempo e, depois, presumivelmente, o devolve ao locador. Assim, a partir de uma contabilidade vista, o arrendatário trata a operação como uma despesa operacional.

Em contrapartida, o arrendamento de capital é o menos favorecido entre as duas alternativas. Com capital do arrendamento, o arrendatário é obrigado a tratar a operação, tal como

se o arrendatário se a aquisição do ativo. Assim, por oposição ao mero gasto periódico enfitêuticos como seria necessário para a locação operacional, o arrendatário deve capitalizar o ativo e gravá-lo como tal em seu balanço. O montante do arrendatário registros é o valor presente dos pagamentos mínimos conforme calculado como o início da locação. Da mesma forma, e, mais significativamente, o arrendatário é obrigado a registrar uma dívida correspondente obrigação de o mesmo montante. Adicionalmente, uma vez que o arrendatário é obrigado a tratar o ativo como se está a ser adquirido, o arrendatário deve igualmente registrar a depreciação custa tanto para reconhecer a diminuir o valor do ativo e os juros e custos de modo a refletir a financiar parte dos ativos adquiridos ao longo dos prazos do contrato de arrendamento.

Devido ao tratamento contábil exigido, o efeito sobre as demonstrações financeiras do arrendatário é significativo. Como seria de esperar, realizada publicamente as empresas são sensíveis à forma como as transações são classificados locação. Por exemplo, quando arrendatário é obrigado a conta para uma locação transação como um arrendamento de capital, com a gravação da dívida correspondente obrigação tem um efeito adverso sobre tais como rareio da dívida em capital giro. Da mesma forma, a sobrecarga de gravação de ambas as amortizações e juros e custos resulta em uma diminuição global das receitas líquidas reportadas. Os investidores são sensíveis a estes efeitos de um arrendamento de capital, que podem ter um impacto negativo sobre uma corporação da quota parte do preço. Assim, tal como entre as duas alternativas, o arrendatário deseja que a operação será estruturada como uma locação operacional para obter um tratamento mais favorável contabilidade

É simples para compreender a motivação subjacente para corporações que utilizam a estrutura arrendamento. As operações, especialmente da magnitude que são tipicamente envolvidos em operações arrendamento, terá um impacto significativo sobre ambas as demonstrações financeiras da sociedade e das suas declarações fiscais. Assim, o objetivo é a estrutura da operação, tais como de que será vantajoso tanto quanto possível, para fins relatórios financeiros e fiscais..

Conforme discutido anteriormente, devido às diferenças significativas no tratamento contábil de arrendamento operacional versus arrendamento financeiro, o arrendamento vai querer caracterizar o arrendamento como uma locação operacional se que a alternativa é uma opção viável. Assim, o arrendatário tem de se certificar de que o arrendamento está estruturado de forma que o tratamento seja adequado locação operacional sob GAAP, Statement of Financial

Accounting Standards não. 13 (SFAS 13) apresenta orientações relativas à contabilidade das transações locação. Nos termos do SFAS 13, a licença não pode ser caracterizada como uma locação operacional se a locação de preencher qualquer um dos seguintes critérios: a) a locação transfere a propriedade do imóvel para o arrendatário no final do contrato de arrendamento prazo, b) a locação contém uma pechincha opção de compra, c) a locação prazo seja igual ou superior 75% estimados vida econômica do imóvel locado e d) o valor presente dos pagamentos mínimos conforme calculado no início da locação é igual a 90% da feira valor do imóvel locado.

De olhar para estes quatro critérios, qualquer um dos quais poderia acionar tratamento do arrendamento financeiro, é evidente que SFAS 13 exige tratamento do arrendamento financeiro tratamento quando a substância econômica da operação é de tal ordem que o arrendatário é a aquisição do ativo. Atendendo a este conjunto de critérios, o truque é a estrutura da operação de tal forma que as operações não abrangidas por nenhum do capital aluguel dispara acima mencionadas. Fornecido de todos estes critérios podem ser evitados e, em seguida, arrendamento operacional será o tratamento adequado.

Nesse tipo, as SPEs podem conter em contratos cláusulas de:

- “*sale-lease-back*” – são contratos de leasing que a SPE adquire um imóvel ou bem a vista do contratante e firma um contrato de aluguel de longo prazo com o mesmo. Para a aquisição desse imóvel ou bem é celebrado entre a SPE e investidores contratos de financiamento, com o objetivo de capitalizar a empresa para a compra. Uma das grandes vantagens desse tipo de contrato é fazer liquidez com financiamento de longo prazo e custo reduzido, pois o contratante recebe recursos financeiros através da venda de um imóvel para a SPE, que obteve o financiamento e paga mensalmente a SPE um valor de aluguel suficiente para a SPE liquidar o financiamento.

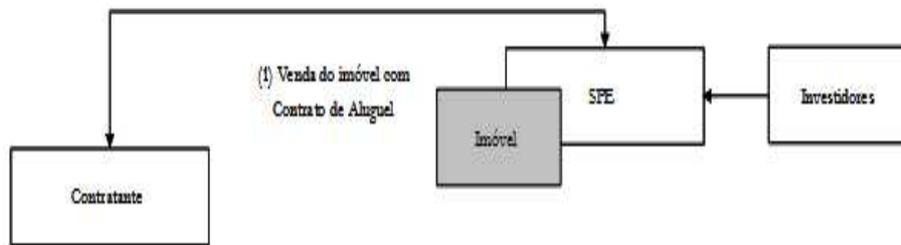


Figura 1 - Estrutura de uma operação “sale-lease-back”
 Fonte: OECONOMIA (2008)

- “leasing operacional – segundo Weston entre outros (2000, p. 845) o *leasing* operacional, às vezes chamado de arrendamento de serviços, proporciona tanto financiamento como manutenção, já que normalmente esses arrendamentos exigem que o arrendador mantenha e preste serviço do equipamento arrendado, e o custo da manutenção é incluído nos pagamentos de *leasing*.”
- outra característica importante dos arrendamentos operacionais é o fato de que eles freqüentemente não são plenamente amortizados; em outras palavras, os pagamentos exigidos sob o contrato de arrendamento não são suficientes para recuperar o pleno custo dos equipamentos. entretanto, o contrato de arrendamento é válido para um período consideravelmente mais curto do que a vida econômica esperada do equipamento arrendado, e o arrendador espera recuperar todos os custos de investimento por meio de subseqüentes pagamentos de renovação, por meio de arrendamentos subseqüentes a outros arrendatários ou vendendo o equipamento arrendado;
- *leasing* financeiro - segundo Weston entre outros (2000, p. 845) os arrendamentos (*leasing*) financeiros, às vezes chamados de arrendamentos (*leasing*) de capital são diferentes dos arrendamentos operacionais em três aspectos (1) não proporcionam serviços de manutenção; (2) não são canceláveis; e(3) são plenamente amortizados (isto é, o arrendador recebe pagamentos de aluguel iguais ao preço total do equipamento arrendado, mais um retorno sobre o investimento). em um acordo típico de arrendamento financeiro, a empresa que usará o equipamento (o arrendatário)

seleciona os itens específicos exigidos e negocia o preço e os termos de entrega com o fabricante. depois, negocia os termos com uma empresa de *leasing* e, uma vez estabelecido os termos do arrendamento, providencia para que o arrendador adquira o equipamento do fabricante ou distribuidor. quando o equipamento é adquirido, a empresa utilizadora executa simultaneamente o acordo de arrendamento. os arrendamentos financeiros são semelhantes aos entendimentos de *sale-lease-back*. a principal diferença é que o equipamento arrendado é novo e o arrendador o adquire de um fabricante ou um distribuidor, em vez de adquiri-lo do utilizador-arrendatário. uma *sale-lease-back* pode assim ser considerada um tipo especial de arrendamento financeiro.

Cabe salientar que a Lei 11.638/2007, que alterou o artigo 179 da Lei 6.404/1976, de forma há harmonizar aos padrões internacionais de contabilidade, quando determina que:

no ativo imobilizado: os direitos que tenham por objeto bens corpóreos destinados à manutenção das atividades da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controle desses bens.

Ou seja, em função do arrendatário usufruir todos os benefícios, riscos e controle dos bens arrendados financeiramente, considerando esse contrato são canceláveis e que são plenamente amortizados, esse deverá imobilizar em conta específica do ativo permanente essa operação em suas demonstrações contábeis, deixando, portanto a operação de ser “*off balance-sheet*”

- “*build-to-order*” - Nesse tipo de contrato, a SPE e o contratante celebram um contrato de locação de longo prazo para um imóvel que será construído pela SPE. Para a construção desse imóvel é celebrado entre a SPE e investidores contratos de financiamento. Com esses recursos, a SPE contrata uma construtora a preço fechado para realização da obra.

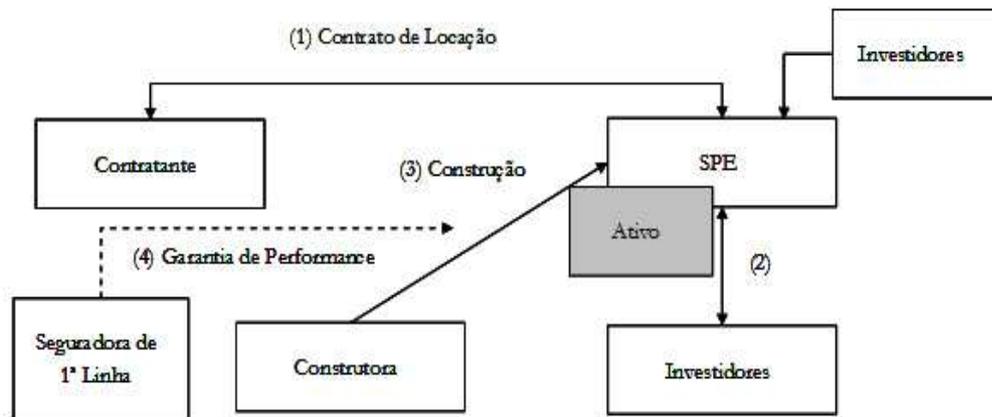


Figura 2 - Estrutura de uma operação “build-to-order”
 Fonte: OECONOMIA (2008)

2.7.2.2 Tipos de contrato envolvendo SPEs

Quando da constituição de uma SPE, é usual ao credor requererem uma garantia, através de cláusulas contratuais, que os financiadores tenham certeza que a dívida será totalmente paga a partir da sua receita.

Segundo Finnerty (1999, p. 57) os tipos de contratos envolvendo a participação de uma SPE mais comumente utilizados são:

2.7.2.2.1 Contrato take-it-Offered (*Leve se oferecido*)

Um contrato *take-it-Offered* obriga o comprador da produção ou dos serviços do projeto a aceitar a entrega e pagar pela produção e pelos serviços que o projeto for capaz de fornecer. O contrato não requer que o comprador pague se o projeto for incapaz de realizar a entrega do produto ou a prestação dos serviços. Portanto, o contrato protege os credores apenas se o projeto estiver operando num nível que lhe permita servir a sua dívida. Como consequência, se o

desempenho de um projeto estiver exposto a um sério risco de redução ou interrupção prolongado, os credores normalmente exigirão que o suporte creditício oferecido pelos contratos *take-it-Offered* seja complementado por outros arranjos de garantia para assegurar a proteção adequada contra eventos de força maior

2.7.2.3 Contrato *Take-or-Pay*

Um contrato *take-or-pay* é semelhante ao contrato *take-it-Offered*. Obriga o comprador da produção ou dos serviços do projeto a pagar pela produção ou serviços quer os receba ou não. Dá ao comprador a opção de fazer um pagamento em dinheiro em vez de receber o produto ou os serviços, ao passo que o contrato *take-it-Offered* exige que o comprador aceite a entrega do produto ou serviços. Os pagamentos em dinheiro são geralmente creditados contra as despesas por entregas futuras

Como exemplo, podemos citar os contratos celebrados pelos grandes consumidores com as Distribuidoras Estaduais de Gás, onde é acordada a compra de uma certa quantidade de Gás Natural. Independentemente de retirar o produto, no caso gás natural, há um pagamento mensal a Distribuidora pela disponibilização do produto, sendo esse valor registrado nas demonstrações contábeis da distribuidora como um direito a ser exercido futuramente.

2.7.2.4 Contrato *Hell-or-High-Water* (Contrato Haja o que houver)

Um contrato *Hell-or-High-Water* é semelhante ao *take-or-pay*, exceto pelo fato de que não há qualquer “saída”, mesmo quando existem circunstâncias adversas fora do controle do comprador. Este é obrigado a pagar em qualquer circunstância, quer o produto seja ou não entregue.

2.7.2.5 Acordo *Thoughtput*

Um acordo de *Thoughtput*, utilizado tipicamente em casos que envolvam o financiamento de um oleoduto, ou duto para derivados de petróleo, exige que durante um determinado período de tempo os transportadores (empresas de petróleo e produtores de gás natural) transportem um volume tal do produto através do duto que gere receita de caixa suficiente para o pagamento de todas as despesas operacionais e o atendimento de todas as obrigações de serviço da dívida. A exigência de volume transportado normalmente é complementada por um acordo de insuficiência de caixa, também chamado de acordo *keep well*. Obriga as empresas transportadoras a adiantarem recursos ao oleoduto ou gasoduto se, por qualquer motivo, este não dispuser de caixa suficiente para o cumprimento de suas obrigações à medida que vencerem. Tais pagamentos em dinheiro geralmente são creditados como pagamentos antecipados por serviços de transporte sob o acordo de *Thoughtput*.

2.7.2.6 Contrato de Custo de Serviço

Um contrato de custo de serviço requer que cada devedor pague sua parte proporcional dos custos do projeto à medida que forem sendo efetivamente incorridos, em troca de uma parte, definida em contrato, de produção do projeto (ex. Energia elétrica) ou de seus serviços disponíveis (ex. espaço em um gasoduto). Tais contratos tipicamente exigem que os pagamentos sejam feitos quer o produto ou serviço seja ou não entregue.

2.7.2.7 Acordo de *Tolling*

Sob um acordo de *Tolling*, a empresa-projeto cobra uma tarifa pelo processamento de uma matéria-prima que geralmente é de propriedade dos patrocinadores do projeto e por eles entregue. A tarifa pagável por cada participante é geralmente igual à sua parte proporcional nas despesas

totais incorridas pelo projeto. No mínimo, a tarifa será igual ao montante das despesas operacionais mais os custos fixos, incluindo o serviço da dívida.

2.7.3 Ativos de Securitização

Segundo a Companhia Brasileira de Securitização- Cibrasec, Securitização é um processo estruturado, coordenado por uma instituição especializada (companhia securitizadora), através do qual os créditos imobiliários descontados por originadores (incorporadoras, instituições financeiras, imobiliárias etc) são transformados em títulos, denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, a serem negociados nos mercados financeiros e de capitais.

Já segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 239), securitização de recebíveis é uma operação financeira que consiste na antecipação de fluxos de caixas futuros, provenientes de contas a receber de uma empresa, sem comprometer seu limite de crédito e sem prejudicar seu índice de endividamento.

Ainda segundo Lemes Júnior entre outros (2005, p. 239), esse tipo de operação surgiu na década de 1970 nos Estados Unidos, quando as agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos rastreados em hipotecas.

Já para Newman (2007, p. 107), Ativos de Securitização surgiram a bastante tempo, constituindo um instrumento importante componente na angariação de capital para corporações que necessitam de ser criativos e inovadores em seus esforços na captação de capital. Em uma securitização típica, a corporação, referido como o criador, irá transferir para uma SPE um seletor grupo de ativos. Os ativos transferidos são geralmente conta a receber. Mas a teoria, os bens podem ser qualquer tipo de bens que terá um potencial fluxo futuro de pagamento.

A SPE, por sua vez, fornece algum tipo de garantia em troca de dinheiro. A garantia pode ser tanto sob a forma de capital ou de dívida emitidos por terceiros que estejam dispostos a investir. Os títulos são sustentados por elementos do ativo que tenham sido transferidos para a SPE. A SPE, por sua vez, transfere o dinheiro recebido dos investidores para a entidade de origem. O preço que os investidores estão dispostos a pagar depende da solvabilidade do ativo transferido e que tão sustentabilidade e segurança para a operação realizada. Se o contas a receber, por exemplo, são de uma qualidade elevada, ou seja, a probabilidade de inadimplência

for bastante reduzida, conseqüentemente, os investidores estarão dispostos a pagar mais pelos valores mobiliários, tendo em vista que o risco é baixo. Os devedores que têm possuem créditos pendentes de liquidação são orientados pelo criador que os saldos relativos às suas dívidas foram transferidos, e que, por isso, os pagamentos devem ser realizados diretamente para a SPE em vez de realizar para o criador que transferiu os contas a receber. Quando a SPE recebe os pagamentos dos devedores, o dinheiro recebido é transferido para os investidores.

Nessa operação, ambas as partes podem obter benefícios. O criador se beneficia porque a securitização permite que a realização dos créditos de forma antecipada, ou seja, há o recebimento de numerários antes do vencimento dos títulos. Já os financiadores, recebem os juros decorrentes dos valores antecipados para o criador da SPE.

Essa vantagem é corroborada pela CIBRASEC ao expor que a operação de securitização transforma um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas alavancagens financeiras para empresas incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras, enfim para todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia, também imobiliária.

Como foi discutido anteriormente, as mesmas questões relativas à forma como diversas possibilidades de financiamento terão um efeito na divulgação de informação financeira e na saúde financeira, também estão presentes nos ativos de securitização. Como visto para o arrendamento, onde o objetivo da operação era oferecer locação operacional de ativos ao locatário e de tratamento mais favorável do que a contabilidade vem com esse tratamento. De igual modo, no ativo de securitização, questões semelhantes de balanço existem, embora sejam ligeiramente diferentes das questões relacionadas com a informação financeira.

Ainda segundo Newman (2007, p. 107) As empresas se beneficiarão de ativos de securitização de duas formas. Em primeiro lugar, se a operação está devidamente estruturada e de forma mais eficientemente, a taxa de desconto que os investidores estão dispostos a pagar é melhor do que o custo dos empréstimos que o autor possa no caso de obtenção de uma transação de financiamento típica. Em segundo lugar, devido à natureza "*off balance-sheet*" da operação, o criador é isento de ter obrigação de reconhecer uma dívida, e, por conseguinte, índices financeiros, de liquidez e de rentabilidade, tais como capital de giro, liquidez corrente, geral, índice de endividamento, são melhorados como resultado da operação. A dívida sobre o capital, por exemplo, é um razão que pode ser fixado e comparado com outros tipos de empréstimos ou

ser rastreado e monitorado por analistas financeiros que utilizam esses quocientes para a avaliação global da saúde financeira de uma empresa. Por conseguinte, este quociente se mantém baixo através de meios alternativos, e aumento do capital social pode ser importante.

A contabilidade e normatizações promulgadas após o escândalo da Enron são regras que visam tratar apenas os sintomas relativos ao uso abusivo de SPE, sem contudo conseguir resolver os verdadeiros problemas existentes relacionados a esse tipo de sociedades. Houve um número significativo de eventos ligados à contabilidade durante a elaboração e sancionamento da Lei Sarbanes-Oxley. Duas orientações contábeis foram de extrema relevância para tentar reduzir a utilização abusiva desse tipo de SPEs. O primeiro foi o FAS 140, Contabilização de Transferências e Manutenção de Ativos Financeiros, que dá orientação sobre quando uma operação pode ser reconhecida como uma venda versus um empréstimo garantido ou financiamento e (2) Consolidação Sociedades de Propósito Específico - uma interpretação de Contabilidade Investigações Boletim no. 51 (FASB *Interpretations* (FIN) 46 ®), o que exige uma abordagem baseada no risco e benefícios de uma SPE em oposição a uma abordagem baseada em possuir o controle legal, via capital social da empresa. FIN 46 ® foi concebido para abordar, entre outras coisas, algumas das preocupações com o insucesso dos emitentes no âmbito de anteriores orientações para consolidar certas SPEs.

Após essa abordagem sobre as formas de relacionamento entre as empresas, para um melhor entendimento dos problemas identificados no capítulo 4, surge a necessidade de uma discussão introdutória sobre fontes de financiamento.

Para último, para um melhor entendimento do estudo de caso, vamos discorrer sobre conceitos relacionados aos Consórcios, tendo em vista que a SPE que será objetivo de estudo de Caso no Capítulo 4 é parte integrante do Consórcio Malhas

2.8 CONSÓRCIOS

Segundo Carvalho (2003, p. 70) o consórcio surge quando duas ou mais empresas se ligam para atender às necessidades ou interesses das partes pactuantes, mantendo a autonomia e

unidade econômica de cada uma das empresas, principalmente no que diz respeito a terceiros que com ela negociem.

O consórcio tem por finalidade o reforço econômico e melhora técnica da produção, e há a direção comum, mas sem o propósito de cercear ou eliminar competição por parte das outras empresas.

Do ponto de vista jurídico, segundo Martins (2003, p. 70) o consórcio não constitui nova sociedade, as sociedades apenas se agregam uma às outras, num plano horizontal, mantendo cada uma a sua peculiar estrutura jurídica. As empresas se unem sem prejuízo da intangibilidade da personalidade jurídica individual das empresas em parcerias.

Buched (2007, p. 42) corrobora esse entendimento ao expor que a principal característica do consórcio de empresas é a ausência de personalidade jurídica, como expressamente estabelecido no § 1º do art 278 da Lei 6.404/1976. Por essa razão, o consórcio não pode ser sujeito de direitos, nem assumir obrigações. Assim, tanto a titularidade dos direitos como a responsabilidade pelas obrigações são assumidas pelas empresas consorciadas.

Cabe salientar que embora o consórcio tenha caráter mercantil, ele não objetiva a distribuição de lucros, até porque não possui capital próprio, considerando que não há uma sociedade constituída.

Ainda segundo Martins (2003, p. 71) a duração tende a ser sempre curta, determinada, coincidente sempre com o término de sua finalidade específica. A personalidade jurídica dos parceiros jamais se confunde com o consórcio, pois o fim daqueles é muito mais abrangente e possuem tempo de duração longo ou indeterminado.

Por fim, o consórcio somente obriga os seus parceiros sob as condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada um por suas obrigações, sem presunção de solidariedade.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo será apresentada toda a estrutura metodológica utilizada na realização do trabalho, a fim de se verificar o problema de pesquisa formulado. Portanto, são definidos o tipo de pesquisa, os critérios para seleção das empresas, além de apresentar o processo de seleção e coleta de dados.

3.1 TIPO DE PESQUISA

Um projeto de pesquisa constitui a lógica que une os dados a serem coletados e as questões iniciais de um estudo (YIN, 2005, p. 39). Segundo Vergara (1997, p. 45-47), o leitor deve ser informado sobre o tipo de pesquisa que será realizada, a formulação do conceito e a maneira de proceder a investigação. Sobre a existência de diferentes classificações de pesquisa, de acordo com os critérios usualmente utilizados, podem ser enumerados quanto aos fins e quanto aos meios de investigação.

A investigação exploratória é realizada em área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado por sua natureza de sondagem, não comporta hipóteses que, todavia, poderão surgir durante ou ao final da pesquisa.(VERGARA, 1997, p. 45).

Para esta pesquisa exploratória, o método a ser utilizado será o estudo de caso, o qual, segundo Yin (2003, p. 19) deve ser usado “...quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real”.

Estudo de caso é o circunscrito a uma ou poucas unidades que supõe essas como uma pessoa, uma família, um produto, uma empresa um órgão público, uma comunidade ou mesmo um país. Tem caráter de profundidade e detalhamento. Pode ou não ser realizado no campo.(VERGARA, 1997, p. 47).

Conforme ao que fora descrito por Yin (2001, p.32), os estudos de caso são ferramentas exploratórias e não podem ser utilizadas para descrever ou testar proposições. Se o pesquisador agisse dessa forma, descaracterizaria a pungente necessidade de levantamento de dados ou pesquisas históricas relativos à fase descritiva de determinado trabalho de cunho investigativo-científico e a realização de experimentos para a conclusão dele. O estudo de caso é indicado quando a forma da questão de pesquisa refere-se ao “como” examinar acontecimentos sobre determinado assunto, desde que não se possa manipular ou controlar os comportamentos dentro daquilo que seja estudado. A seleção de projeto de caso único precede à observação científica sobre determinado assunto, pois busca revelar um acontecimento (Idem, 2005).

Quanto aos meios de investigação descritos por Vergara (2000), é possível afirmar que esta pesquisa:

- faz referência a estudo de caso, pois utiliza características da análise dessas informações divulgadas, e as retrata de forma detalhada. Além disso, reporta-se a determinada amostra composta por foco único e não se vincula a estudos prévios ou referências anteriormente elaboradas, o que propicia característica de detalhamento das informações.

3.2 CRITÉRIO DE SELEÇÃO DA EMPRESA

A empresa escolhida é uma SPE que opera em um mercado que está em franca expansão, o mercado de transporte de gás natural, principalmente em função da necessidade de transportar o gás natural das Bacias de Campos, Santos e do Espírito Santo na região Sudeste do Brasil, onde são encontradas as maiores reservas de gás natural, segundo a Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis para a Região Nordeste do Brasil, onde há escassez de gás natural para atender ao mercado consumidor.

A escolha da NTS também decorre da facilidade na obtenção das informações necessárias ao desenvolvimento da pesquisa e à acessibilidade aos gestores do processo contábil e de gestores responsáveis pelo acompanhamento do Projeto Malhas dentro da Petrobras.

Para comparação com a NTS foi escolhida a Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia Brasil S.A. – TBG em função da mesma operar no mesmo segmento da NTS, apresentar uma estrutura de capital com forte utilização de recursos de terceiros, nos mesmos moldes que a NTS, e poder ter suas demonstrações contábeis, práticas contábeis e transparência consideradas como *benchmark*, tendo recebido em 2007 pelo terceiro ano consecutivo o Troféu Transparência.

O Troféu Transparência é um prêmio concedido pela Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac), a Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) e a Serasa para as empresas que apresentam as seguintes características:

- transparência das informações prestadas;
- qualidade do relatório da administração e sua consistência com as informações divulgadas;
- aderência aos princípios contábeis;
- ressalvas no parecer dos auditores independentes, levando-se em conta suas naturezas;
- apresentação da divulgação quanto a *layout*, legibilidade, concisão, clareza, etc;
- divulgação de aspectos relevantes, não exigidos legalmente, mas importantes para o comércio como: fluxo de caixa, demonstração do valor adicionado, ebitda, valor econômico agregado, balanço social, efeitos inflacionários, etc.

Essas instituições também destacaram a TBG entre 584 companhias fechadas avaliadas pela FEA-USP, que também examinou os demonstrativos apresentados por 174 empresas de capital aberto.

3.3 COLETA DE DADOS

O universo e a amostra - segundo Vergara (2000) - são conjuntos de características que serão objeto do estudo escolhido, de acordo com algum critério de representatividade, que vai permitir, de acordo com a relevância e complexidade do trabalho, o cumprimento dos objetivos que foram traçados e descritos. Este estudo, portanto, constituiu-se na pesquisa documental dos Relatórios Anuais sobre as Demonstrações Contábeis da NTS, relativos ao período de 2003 a 2007 – elaborados em conformidade com os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil (BR GAAP) e com as normas e regulamentações promulgadas pela Comissão de Valores Mobiliários, contratos celebrados em função do Consórcio e Financiamento – e realizada, também, por intermédio de entrevistas com os gestores das empresas.

Segundo Triviños (1987) as perguntas relacionadas devem seguir a lógica inteligível para o entrevistado. Devem, ainda, atingir o máximo de clareza nas descrições que são e estão sob pesquisa. As perguntas deverão ser explicativas, interrogativas, avaliativas ou hipotéticas e, até, classificadas por categorias. A diversificação facilita a descrição, explicação e compreensão dos fenômenos observados. A coleta de dados sugerida para a obtenção de informações será, portanto, baseada em três metodologias distintas, com a utilização dos seguintes expedientes:

- a) **pesquisa bibliográfica:** leitura de obras pertinentes ao tema, periódicos de empresas especializadas e revisão dos dispositivos legais e normativos pertinentes à matéria em estudo, com o objetivo de atender os requisitos da pesquisa e subsidiar o presente trabalho;
- b) **pesquisa documental:** acesso aos relatórios anuais da empresa e das informações disponibilizadas no *site* dela, objeto do presente estudo;
- c) **pesquisa de campo:** consiste na entrevista semi-estruturada com os gerentes executivos de contabilidade e de relacionamento com investidores, com perguntas inerentes ao objetivo do trabalho.

Quanto à realização da pesquisa, devem ser observadas as seguintes considerações:

- algumas respostas relatadas ao pesquisador podem revelar a compreensão pessoal do entrevistado, formado por executivos da empresa na área de contabilidade e de relacionamento com investidores;

- a quantidade de entrevistas realizadas pode não refletir o entendimento real da administração da empresa ou até mesmo divergir em parte com o resultado que seria obtido se fosse realizada pesquisa mais ampla;
- a política de comunicação disponibilizada pela empresa foi utilizada para a elaboração da presente pesquisa.

3.4 ASPECTOS RELACIONADOS ÀS ENTREVISTAS

As perguntas elaboradas para essa pesquisa permitirão a confrontação das abordagens apresentadas no presente trabalho. No entanto, não permitirão a verificação estatística, pois, em consonância com os objetivos gerais e específicos, o estudo proposto é subjetivo e, por isso, não poderá ser mensurável.

Em conformidade com as premissas e abordagens apresentadas nesta pesquisa, é necessário registrar que a adequação desses questionamentos deriva da análise dos contratos.

A formulação dos questionamentos teve por base a verificação dos requisitos mais relevantes apresentados nos dispositivos citados e visou a atender o objetivo da presente pesquisa. As perguntas elaboradas encontram listadas no Apêndice 1.

Os gestores receberam, anteriormente à entrevista, o referido questionário para avaliação e preenchimento. A atuação destes em suas áreas de Contabilidade e de Relacionamento com Investidores na companhia pode ser descrita, respectivamente, da seguinte forma:

- gerência Responsável pelo registro e análise de fatos e fenômenos que ocorrem no patrimônio, suas variações e o resultado das operações da companhia, com o objetivo de fornecer informações, interpretações e orientações para a tomada de decisões de seus administradores.

A busca pelas informações junto a estes gestores, realizadas nos meses de maio e junho de 2008, foi efetivada através da remessa prévia da entrevista para preenchimento e entendimento

daquilo que se pretendia e, após a análise das respostas apresentadas, houve uma reunião com duração de trinta minutos, onde foram esclarecidos os pontos que ainda suscitavam dúvidas.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Segundo Gil (1996, p. 59) a mais grave limitação do estudo de caso refere-se a dificuldade de generalização dos resultados obtidos, pois pode ocorrer que a unidade escolhida para investigação seja bastante anormal em relação às muitas de sua espécie.

Laville *et al* (1999, p. 135) corrobora esse entendimento ao afirmar

O estudo de caso é freqüentemente criticado. A principal censura feita a ele é de resultar em conclusões dificilmente generalizáveis. Mesmo que o pesquisador queira escolher casos representativos em um conjunto, os que ele considera podem ser marginais, excêntricos, resultando, afirma-se, que essa abordagem dificilmente poderá servir à verificação de hipóteses gerais ou de teorias que ele terá, aliás, contribuído para fazer melhor.

A pesquisa foi realizada com base em dados publicados e em documentos internos disponibilizados pela empresa, podem existir maiores detalhamentos em documentos internos da empresa, que não foram disponibilizados por seu caráter confidencial

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo desse capítulo é discorrer sobre os principais problemas relacionados ao controle compartilhado, e como os aspectos jurídicos e contratuais, relacionados podem impactar a Contabilidade da SPE, até mesmo impedindo a utilização da melhor prática contábil. Para isso, partiremos de informações obtidas nas demonstrações contábeis da SPE e de dados colhidos nos contratos relacionados ao Consórcio Malhas, ao qual a empresa objeto de estudo desse trabalho está inserida, empresa que detém de fato, via cláusulas contratuais, o controle efetivo da sociedade.

4.1 ASPECTOS ECONÔMICOS DO SETOR DE GÁS NATURAL

Nos últimos meses, o Brasil tem se deparado com um cenário pessimista com relação à disponibilidade de gás natural, principalmente, decorrente da dependência do gás natural da Bolívia para a matriz energética nacional.

A partir de 2000, com o início das operações comerciais do Gasoduto Bolívia-Brasil, houve um crescente incentivo ao uso desse derivado de petróleo como substituto à gasolina, ao GLP, ao óleo combustível (principalmente para as indústrias) e, em alguns casos, ao óleo diesel.

Adicionado aos fatores descritos no parágrafo anterior, temos em 2001 uma grave crise energética, em função de perda de capacidade de geração hídrica, pelas estiagens ocorridas no Brasil. Essa limitação levou o governo federal a criar o Programa Prioritário Termelétrico – PPT, incentivando a construção de unidades de geração de energia elétricas (termoelétricas), movidas a gás natural, com o intuito de disponibilizar energia elétrica gerada por térmicas a gás natural em substituição à energia gerada pelas hidrelétricas.

Para reduzir a dependência do gás natural importado da Bolívia, o governo brasileiro, através da Petrobras, tem buscado o aumento de sua produção interna de gás natural, principalmente pelos projetos de extração de gás do campo gigante encontrado no Espírito Santo, bem como, vêm investindo em projetos de ampliação da malha de transporte de gás natural.

4.1.1 Logística do setor de gás natural

Segundo a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, entende-se por infra-estrutura de transporte de gás natural a rede de gasodutos que transporta o gás natural seco até os pontos de entrega às distribuidoras estaduais. Esta infra-estrutura é composta de uma malha que escoo o gás natural de origem nacional e outra que escoo produto importado, com capacidade de transporte total de 71,5 milhões de m³/dia, dos quais 45,9% são operados pela Petrobras/Transpetro o restante por novos empreendedores no setor.

Com a expectativa de incremento do mercado de gás natural, diversos projetos estão sendo desenvolvidos para a expansão da infra-estrutura de transporte do energético no país e que deverão estar entrando em operação até 2010, destacando-se os empreendimentos do Projeto Malhas e a possível expansão do Gasoduto Bolívia-Brasil, caso se resolva a discussão em torno do preço do gás natural produzido naquele país.

A evolução da malha de gasodutos de transporte no país, está demonstrado na figura a seguir

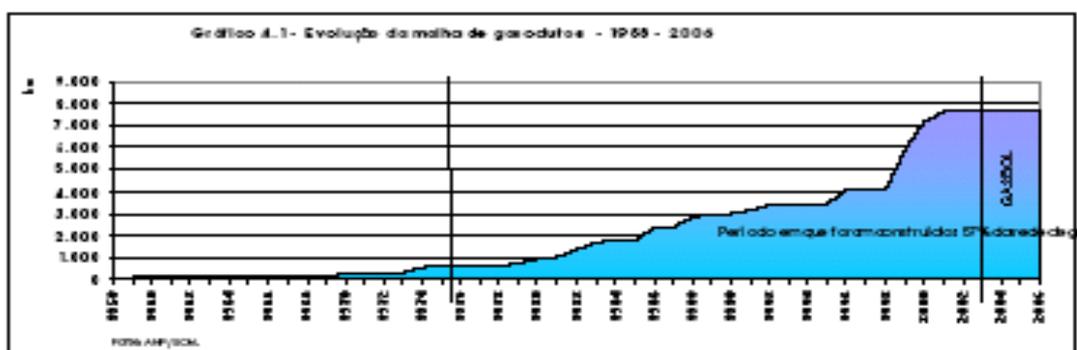


Gráfico 1- Evolução da malha de transporte no Brasil
Fonte: Agência Nacional do Petróleo (Brasil), (2006)

O caminho principal do gás natural é o Gasoduto Brasil-Bolívia – GASBOL cuja capacidade de transporte dia é de 30 milhões de M³ transportando o combustível da Bolívia, passando pelo Mato Grosso do Sul, São Paulo, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul e Mato Grosso, conforme mapa constante no anexo a.

4.1.2 Projeto Malhas

O Projeto Malhas, modelagem de negócio proposta pela Petrobras para a expansão do sistema de transporte de gás natural atualmente operado pela Transpetro, tem como objetivo permitir a ampliação das malhas de gasodutos do Nordeste e do Sudeste do país para atender ao PPT, uma vez que coube à Petrobras, por decisão do Governo, garantir o suprimento de gás natural para as usinas inseridas no programa, por prazo de até 20 anos.

A estruturação foi feita com base em uma captação de recursos financeiros junto a investidores internacionais com o intuito de financiar a construção, instalação e operação, e manutenção de sistema de transporte dutoviário.

Para a realização desses investimentos foi necessária uma operação de engenharia financeira que objetivou a captação de recursos junto aos agentes financiadores estruturada em moldes semelhantes a um *Project Finance*.

Na operação foram constituídas três SPEs voltadas exclusivamente para essa operação. A partir daí, houve a formação de um Consórcio, denominado “Consórcio Malhas Sudeste e Nordeste”, constituído pelas seguintes empresas:

- a Sociedade de Propósito Específico (SPE) TNS (Transportadora do Nordeste e Sudeste S.A.), subsidiária da Petrobras Gás S.A. - Gaspetro que é a líder do Consórcio e para a qual se transferiram todos os ativos de transporte existentes, pertencentes, originalmente, à Petrobras;
- as SPEs NTS (Nova Transportadora do Sudeste S.A.) e NTN (Nova Transportadora do Nordeste S.A.), as quais seriam as proprietárias dos ativos resultantes dos novos investimentos nas regiões Sudeste e Nordeste, respectivamente. Ambas se responsabilizaram pela captação de recursos, em grande parte provenientes do JBIC, e contratação do EPC para a realização dos investimentos em expansão e pertenceriam às *tradings* japonesas Mitsui & Co,Ltd., Itochu Corporation e Mitsubishi Corporation; e
- - Transpetro, operadora e mantenedora das instalações de transporte das malhas existentes e suas expansões.

Para esse trabalho, utilizaremos os dados e, realizaremos uma comparação, entre a Nova Transportadora do Sudeste e a Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil S.A. – TBG, em função dessa empresa ter suas operações similares as realizadas pelas transportadoras do consórcio malhas e de poder ser considerada com *benchmark*.

A Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil S.A. – TBG foi constituída em abril de 97 pela Gaspetro e que tem como principal atividade econômica a operação do Gasoduto Bolívia-Brasil no lado brasileiro.

4.1.3 Nova Transportadora do Sudeste – NTS

Sociedade constituída em 15 de janeiro de 2002, com o objetivo de construir, instalar, operar e realizar manutenção de gasodutos. Foi constituída com o propósito específico de atender a Petrobras na demanda de transporte de gás natural na região Nordeste e Sudeste do país, mediante participação no Consórcio Malhas, em conjunto com a Transportadora do Nordeste e Sudeste – TNS, Nova Transportadora do Sudeste S.A. – NTS e Petrobras Transporte S.A. – Transpetro.

Em 1º de janeiro de 2006, após a Declaração da Data de Início da Operação Comercial, o consórcio iniciou seu faturamento contra a Petrobras, considerando sua capacidade de transporte efetiva.

O Contrato de Consórcio determina o critério de rateio para faturamento mensal à Petrobras, com base na capacidade efetiva, da seguinte forma:

- Pagamento dos custos de Operação e Manutenção-O&M à Transpetro;
- Pagamento dos encargos das dívidas adquiridas para formação dos ativos da NTN e da NTS; e
- Pagamento à TNS pela diferença entre o total faturado a Petrobras e os valores resultantes do itens (a) e (b).

O faturamento dessa sociedade se baseia no critério de rateio citado, considerando a necessidade de caixa para pagamento do serviço da dívida, adquirida para a formação dos ativos (gasodutos) que integraram o Consórcio Malhas.

Os ativos da Sociedade têm previsão de entrada em operação, pela capacidade efetivamente contratada, no primeiro semestre de 2008. Ao final do contrato de financiamento em 2014, a Petrobras terá a opção de compra do controle desta sociedade.

Com base nesse primeiro contato com o objeto e, principalmente, com o contexto operacional extraído do relatório de auditoria, que estabeleceu o critério de alocação de receitas do consórcio, e conseqüentemente da SPE, é vinculado a necessidade de caixa das empresas para pagamento dos encargos da dívida, não tendo vinculação com nenhum critério de rateio com base em percentuais previamente determinados, o que gerou, em 2006 em uma grande atribuição de receitas para a SPE, mesmo a empresa estando com quase a totalidade de seus ativos em construção.

Essa questão será mais detalhado ao longo desse capítulo.

4.1.3.1 Classificação da NTS dentro dos conceitos de *Joint Venture*

Essa SPE pode ser classificada, com base no exposto no capítulo 2, como uma *Joint Venture*:

- **internacional** - em função da participação da mitsui (empresa japonesa);
- **com participação financeira** – considerando que o grande objetivo da spe foi a captação de recursos financeiros para a ampliação da malha de gasodutos no brasil;
- **com constituição de personalidade jurídica** – em função de ser constituída uma empresa sob a forma de sociedade anônima com o propósito específico para a prestação de serviço, exclusivamente, para a petrobras;
- **transitória** – considerando que a parceria pode ser desfeita em 2014, ocasião em que a petrobras terá a opção de compra das ações da empresa, adquirindo de fato o controle desta sociedade.

Com relação à modalidade, a empresa pode ser considerada como Sociedade Controlada em conjunto, considerando que foi constituída uma empresa, e que cabe a empresa auferir as receitas, arcar com os custos e despesas, celebrar seus próprios contratos e obter financiamentos em seu próprio nome.

Com relação à classificação da SPE, o contrato assinado é do tipo Contrato de *ship-or-pay*, considerando que o contrato prevê o pagamento pela Petrobras do serviço de transporte de gás natural para a SPE, independente de ter ocorrido à efetiva prestação de serviço de transporte.

Agora, destacaremos as principais características da TBG, empresa selecionada para utilização na comparação proposta nesse trabalho.

4.1.4 Transportadora Brasileira do Gasoduto Bolívia Brasil - TBG

A TBG é uma sociedade anônima constituída em 18 de abril de 1997 pela Petrobras Gás – Gaspetro, sua controladora, que por sua vez é uma subsidiária da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras.

A principal atividade econômica da TBG é a operação do Gasoduto Bolívia-Brasil, de sua propriedade, no lado brasileiro. As atividades associadas ao transporte de gás natural na sua região de influência, incluindo telecomunicação por fibra ótica, também estão contempladas no objeto social da Companhia.

O Gasoduto Bolívia-Brasil percorre 3.150 Km desde o Rio Grande, na Bolívia até Canoas, no estado do Rio Grande do Sul, dos quais 557 Km no lado Boliviano e 2.593 km no lado brasileiro. A capacidade de transporte de gasoduto é de 30 milhões de m³/dia.

A operação do trecho norte, que se estende desde a fronteira do Brasil com a Bolívia até o Estado de São Paulo, foi iniciada em julho de 1999 e, a do trecho sul, ligando o Estado de São Paulo ao Estado do Rio Grande do Sul, em abril de 2000.

A recuperação dos investimentos no Gasoduto Bolívia-Brasil está garantida pelos contratos de serviços de transporte com duração de 20 a 40 anos, resumidos a seguir, na modalidade *ship-or-pay*, no qual os clientes se obrigam a pagar pela capacidade de transporte contratada, independentemente do volume transportado:

- contratos de quantidade básicas (TCQ) – para 18 milhões de m³/dia, com início em julho de 1999 e vigência até 2019;
- contratos de quantidades adicionais (TCO) – para 6 milhões de m³/dia, com pagamento antecipado e período de vigência de 40 anos a partir de 2001, quando se iniciou o transporte;
- contrato de quantidades complementares (TCX) – para 6 milhões de m³/dia, com início em janeiro de 2003 e vigorando por 20 anos.

Diferentemente da NTS, que faz parte de um *Project Finance*, cuja principal fonte de recursos foi a captação de financiamento com bancos japoneses e baixa utilização de capital próprio, a TBG foi constituída usando US\$ 415 milhões para aquisição de materiais e equipamentos com instituições financeiras, sendo a principal delas o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES/FINAME, e com agências de crédito à exportação (ECAs) do Japão (J EXIM) e da Itália (Mediocredito).

Esses financiamentos são garantidos por meio de contrato de caução de contas bancárias e receitas firmado por e entre a TBG, Petrobras, na qualidade de credora caucionária das contas correntes de titularidade da TBG e dos recursos nelas depositados, e o Banco do Brasil S.A., como interveniente-anuente.

A outra parcela necessária para a construção do gasoduto foi obtida junto aos acionistas. Segundo o Relatório de Auditoria da empresa de 2007, conforme previsto no “Acordo de acionistas da TBG para Aporte de Capital e outras Avenças.”, a captação de recursos necessários ao financiamento da construção do Gasoduto Bolívia-Brasil incluiu aportes de recursos dos acionistas no montante de US\$ 310 milhões, destinados a comportar o orçamento básico do empreendimento. Desse total, 59% foram registrados como empréstimos subordinados e 41% como capital social, ambos integralizados na proporção da participação societária de cada acionista.

Até o início da plena operação do Gasoduto Bolívia-Brasil, em abril de 2000, os acionistas eram responsáveis, ainda, pelos financiamentos dos gastos administrativos da TBG, que totalizaram US\$ 19 milhões. Deste total, 50% foram registrados como empréstimos subordinados e 50% como capital integralizado, também na proporção de participação acionária de cada acionista.

Os empréstimos junto às agências multilaterais de crédito e às agências de crédito à exportação têm condição prioritária de liquidação e por isso são qualificadas como dívidas sênior. Os empréstimos obtidos junto aos acionistas deverão ter liquidação subsequente e por isso são qualificados como empréstimos subordinados. Ambos possuem características de longo prazo.

4.1.5 Análise do Impacto das obrigações

Nos tópicos a seguir, serão apresentados os principais problemas relacionados os registros contábeis, ocasionados pela existência de cláusulas restritivas no contrato de financiamentos, bem como, será realizada a comparação com a TBG, que possui uma estrutura de financiamento direto, ao invés da utilização de *Project Finance*

4.1.5.1 Destinação de Resultado – Pagamento de Dividendos

A lei nº 6.404/76, alterada pela Lei nº 11.638/2007, no seu artigo nº 192, obriga que juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão á assembléia geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203, que são os artigos que tratam da constituição e limites para constituição de reservas, e no estatuto social da empresa, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.

Importante salientar que esse artigo apresenta um caráter obrigatório, não permitindo a administração à retenção do lucro a título de Lucros Acumulados ou o direito de abster-se de apresentar proposta de destinação de resultado a Assembléia Geral.

4.1.5.1.1 *Reservas de Lucros*

No que tange a constituição de reservas, a legislação brasileira, apresenta sete tipos de reservas de lucros, que são: Legal, Estatutárias, para Contingências, Incentivos Fiscais e Retenção de Lucros e Lucros a Realizar e Reserva Especial para dividendo obrigatório a distribuir.

Tais definições, previstas na Lei, são importantes para evitar um abuso da administração ou do sócio majoritário que, na falta de destas cláusulas, poderia determinar a retenção de lucros em detrimento a distribuição aos acionistas da sociedade.

Para esse trabalho, vamos nos ater a Reserva Especial para dividendo obrigatório a distribuir, que julgamos importante para o entendimento e discussão do estudo de caso.

4.1.5.1.2 *Reserva Especial para dividendo obrigatório a distribuir*

Essa reserva deve ser constituída quando a empresa tiver dividendo obrigatório a distribuir, mas os órgãos de administração informarem à assembléia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da empresa.

No primeiro momento, pode até parecer uma situação inconcebível, uma empresa apresentar lucro e apresentar dificuldade financeira. Todavia, cabe recordar que o lucro é uma medida com forte vínculo ao enfoque econômico e não ao enfoque financeiro (geração de caixa).

Como exemplos de valores econômicos que afetam o Lucro Líquido do Exercício, contudo não afetam o caixa, podemos citar a depreciação e as Variações Cambiais ativas e passivas ainda não realizadas, ou seja, aquelas registradas com base no Princípio Contábil da Competência, mais que ainda não representaram entradas ou saídas no caixa da empresa.

A legislação também determina que os lucros que deixarem de ser distribuídos para a constituição dessa reserva e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo obrigatório assim que a situação financeira permitir.

4.1.5.1.3 *Tipos de distribuição de Lucros*

A legislação brasileira prevê que os lucros não destinados a constituição de reservas devem ser distribuídos aos acionistas. Atualmente, há duas maneiras: através de pagamento de dividendos ou de juros sobre capital próprio

a) Dividendos

Contextualização

A legislação societária brasileira prevê que os acionistas têm direito a receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela de lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas (conforme art 202 da lei 6.404/76)

- I. metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido das seguintes valores:
 - a. importância destinada a constituição da reserva legal; e
 - b. importância destinada à formação da reserva de contingências e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
- II. o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar;
- III. os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

É importante destacar que a legislação brasileira privilegia a destinação do resultado em detrimento a retenção dos lucros nas sociedades a título de reservas ou até mesmo na própria conta de lucros acumulados, considerando que a mesma prevê que os lucros não destinados devem ser distribuídos sob a forma de dividendos sempre que eles não atenderem as regras para

serem retidos. Tal preocupação tem o objetivo de proteger o acionista e retenções indevidas por parte da administração da sociedade.

O primeiro problema apresentado pelos gestores é a destinação do resultado. Segundo consta no contrato assinado entre a Petrobras e a SPE, a remuneração sobre o capital empregado pelos financiadores deve ser somente realizado via pagamento dos financiamentos que os mesmos aplicaram no projeto.

Cabe salientar que na concepção do projeto a SPE deveria apresentar um lucro próximo de zero, não distribuindo dividendos e ou Juros sobre o capital próprio, e um caixa suficiente para o pagamento dos financiamentos obtidos pelas empresas.

Todavia, para gerar recursos para o pagamento desses financiamentos, houve a necessidade de alocação de receitas para essas empresas, mesmo elas estando com seus ativos ainda em obras, ou seja, a receita obtida pela empresa veio de um ativo de terceiros, que ficou com a menor parte no rateio do consórcio.

Com isso, com há a necessidade de alocação de um grande volume de receitas a NTS e pela não existência de custo para a geração do mesmo, tendo em vista que o maior custo de uma empresa de transporte é a depreciação, que no caso da empresa, por essa está com seus ativos ainda em construção não foi apropriada essa parcela de custo, a empresa apresenta um lucro elevado, o que ensejava a necessidade de destinação de resultado dentro da legislação brasileira, o que foi um acontecimento que não era previsto no contrato de consórcio e que acabou gerando um choque entre o que estava previsto no contrato e a legislação brasileira.

Analisando-se o contrato nota-se a preocupação dos consorciados na geração de caixa para cumprir as obrigações relacionadas ao financiamento em detrimento dos princípios contábeis, neste caso o Princípio da Confrontação das Despesas com as receitas e com os períodos contábeis, que determina que “toda despesa diretamente delineável com as receitas reconhecidas em determinado período, com as mesmas deverá ser confrontada; os consumos ou sacrifícios de ativos (atuais e futuros), realizados em determinado período e que não puderem ser associados à receita de período nem às dos períodos futuros, deverão ser descarregados como despesa do período em que ocorrerem” (IUDICIBUS *et al*, 2007, 230).

A preocupação com enfoque caixa fica evidente ao analisarmos que em 2006, as empresas praticamente não apresentaram em suas demonstrações contábeis a rubrica custo dos serviços prestados, ficando a NTS com margem bruta de 99,5%, considerando que a receita gerada por ela

foi com a utilização dos gasodutos de outra consorciada, a Transportadora do Nordeste e Sudeste – TNS, a líder do consorcio.

Ainda com base nas demonstrações contábeis da empresa, verifica-se que o lucro de 2006 foi retido a Título de Reserva Especial de Dividendos Obrigatórios a Distribuir, face a situação financeira, no curto prazo ser de pouca liquidez para honrar suas obrigações. Cabe salientar que, essa retenção está em consonância com artigo no. 202, § 4, que determina:

O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos de administração informarem à assembléia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia...

Segundo o entrevistado, essa retenção teve o intuito, dentre outros motivos, de evitar a distribuição de dividendos não previstos no contrato de consórcio, considerando que a empresa não se enquadrava em nenhum dos artigos da lei 6.404/76, que permitia a destinação do lucro em reservas e que, esta mesma lei, prevê que os lucros não destinados devem ser distribuídos como dividendos.

Todavia ao longo do exercício social de 2007, a empresa realizou uma alteração no perfil da dívida de curto prazo para longo prazo, através da liquidação do financiamento junto os financiadores japoneses e obtenção de um novo, a um custo menor, com a PIFCO, subsidiária integral da Petrobras para o exercício social de 2007. Com essa operação, houve uma melhora significativa na Liquidez da empresa, o que permitiria o pagamento dos dividendos retidos sobre o lucro de 2006, conforme determina a legislação societária (art 202, § 5, da Lei 6.404/76)

Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4 serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendos assim que permitir a situação financeira da companhia.

4.1.5.2 O que se observa

Com base nas demonstrações contábeis da empresa (anexo a) percebe-se que a retenção de lucros realizadas em 2006, no montante de R\$ 161.036 mil está de acordo com a lei 6.404/1976 e com o determinado no contrato de financiamento, conforme exposto pelo

entrevistado (apêndice a). Todavia, em 2007, em função da renegociação dos financiamentos, principalmente com a redução dos empréstimos e financiamento de curto prazo, e com a melhora da Liquidez da empresa, se poderia optar pelo pagamento dos dividendos retidos, principalmente no que tange ao exercício de 2006, já que a Lei 6.404/1976 prevê que deverão ser pagos como dividendos assim que permitir a situação financeira da companhia.

Todavia, como o contrato de financiamento apresenta uma cláusula restritiva que proíbe a distribuição de dividendos, a empresa continua retendo os dividendos de 2006, no montante de R\$ 161.036 mil, mesmo tendo em caixa o montante de R\$ 245.404 mil.

Cabe salientar que se optarmos por utilizar os indicadores de liquidez tradicionais, pode-se obter uma situação não favorável para a distribuição de dividendos. Porém, deve-se considerar que o valor relativo a Adiantamento de Consorciada não será pago de maneira financeira, mais sim será convertido em créditos de capacidade de transporte prestado pelo consórcio.

4.1.5.3 Comparação com a TBG

Ao se comparar alguns indicadores da NTS com o da TBG (Quadro a seguir), verifica-se que a TBG, mesmo com indicadores de liquidez piores que a NTS está realizando desde 2006, quando reverteu o seu prejuízo acumulado, a política de pagamento de dividendos, considerando que não há em seus contratos de financiamento qualquer restrição a distribuição de dividendos aos acionistas e que esses investiram na empresa com o intuito de obter o retorno sobre o seu capital empregado, não na concessão dos empréstimos e financiamentos, como no caso da SPE, mas sim no retorno da atividade fim da TBG (transporte de gás natural) .

Conforme verificado na entrevista , a NTS possuem em seu contrato uma restrição a distribuição de dividendos em função do retorno do acionista, que é ao mesmo tempo participantes da *trading* que financiam o projeto, ser remunerado apenas pelo juros dos financiamentos.

Essa cláusula restritiva acaba gerando impacto nas demonstrações contábeis da SPE ao proibir que seja realizada uma política de pagamentos de dividendos, consoante o previsto na Legislação brasileira.

	NTS		TBG	
	2006	2007	2006	2007
Liquidez Imediata	0,19	0,54	0,45	0,28
				0,76
Liquidez Corrente	0,47	0,83	0,86	
				0,23
Liquidez Geral	0,20	0,26	0,25	
				0,39
Endiv. Curto Prazo	0,29	0,29	0,40	
				0,73
Endiv. Capital 3 ^{os}	0,91	0,87	0,84	
Endiv. Cap. Próprio	0,09	0,13	0,16	0,27
Rel. Cap. 3 ^o cap. Próp	9,79	6,91	5,19	2,75

Quadro 5 - Comparação entre indicadores da NTSxTBG
Fonte: O autor (2007)

4.1.6 Taxas de Depreciação

Nessa seção, apresentaremos os principais problemas relacionados a taxa de depreciação utilizada pela empresa.

4.1.6.1 O que diz a norma

Segundo Iudícibus entre outros (2000), as taxas de depreciação devem ser determinada com base em uma análise criteriosa dos bens da empresa que formam seu Imobilizado e estimar sua vida útil econômica, considerando suas características técnicas, condições gerais de uso e outros fatores que podem influenciar em sua vida útil

Iudícibus entre outros (2000) citam que para a determinação da vida útil do ativo deve-se levar em conta além das causas físicas decorrentes do desgaste natural pelo uso e pela ação de elementos da natureza. A vida útil é afetada por fatores funcionais, tais como a inadequação e obsolescência, resultantes do surgimento de substitutos mais aperfeiçoados.

4.1.6.2 O que se observa

Ao analisarmos as demonstrações contábeis e com base nos contratos celebrados entre a empresa e os demais consorciados e a Petrobras, verifica-se que as taxas de depreciação foram firmadas com base no tempo de duração do financiamento (10 anos) e não na vida útil-econômica do ativo gasoduto.

Considerando que o contrato de transporte de gás natural (apêndice 1) tem duração de 30 anos, pode-se entender que essa taxa de 10 anos foi calculada sem levar em consideração a vida útil-econômica do bem, considerando que a empresa obterá os benefícios desse ativo até o fim do Contrato de Transporte de Gás Natural.

Ao analisarmos outras transportadoras de gás natural da própria Petrobras, verificamos que ao tempo de vida útil dos ativos de transporte está padronizado em 30 anos ao invés dos 10 anos utilizados pela SPE.

Transportadora	Taxa de Depreciação
TBG	3,33
TSB	3,33
TNS	3,33
Petrobras (ativos de transporte de gás)	3,33
GTB	2,50

Quadro 6 - Tempo de vida útil econômica-financeira dos gasodutos

Fonte: O autor (2008)

Ao questionarmos o gestor se não havia interesse de padronizar as taxas, nos foi respondidos que o representante contábil da SPE não aceitavam a alteração da taxa de depreciação em razão de um possível lucro tributável quando da venda da participação para a Petrobras, em função da apropriação ao resultado da empresa de um valor de depreciação menor, o que acarretaria em um aumento do lucro líquido e conseqüentemente do Patrimônio Líquido das empresas.

4.1.6.3 Comparação

No caso da TBG, utilizada para comparação com a SPE percebe-se que a vida útil econômica financeira foi determinada com base na duração do contrato e considerando fatores técnicos relacionados às características do Imobilizado.

Todavia, destacamos que do ponto de vista da legislação fiscal, as sociedades ao utilizarem a taxa de 10% ao ano estão aderentes ao que determina o Regulamento do Imposto de Renda.

É importante salientar, que esse aumento de lucro gera impacto no primeiro problema listado nesse trabalho, que consiste na não previsão em contrato do direito dos acionistas da SPE receberem dividendos.

Considerando que o único custo da NTS é a depreciação, tendo em vista que parcela relativa a Operação e Manutenção do Gasoduto é contribuição da consorciada Transpetro, o lucro caso se utilizasse a taxa de depreciação padrão das empresas do Sistema Petrobras seria aumentado em R\$ 5.986 mil.

Nota-se novamente que um acordo contratual (forma) sobrepõe o aspecto contábil, que é a vida útil econômica efetiva do gasoduto.

Outro aspecto que merece destaque, é que com o advento da Lei 11.638/2007, houve a inclusão no conceito de Imobilizado, que continha em sua definição o aspecto da propriedade formal e legal de um bem, para um conceito que considera também o aspecto relacionado a essência da operação, com a ênfase no seguinte critério, “inclusive os decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controle desses bens”.

Essa alteração, que se prende fortemente ao conceito de arrendamento financeiro, poderá gerar impactos relevantes nas demonstrações contábeis da Petrobras e da SPE, considerando que a mesma deverá considerar em seu imobilizado um ativo com uma taxa de depreciação diferente da utilizada por ele em outros ativos de sua propriedade que apresentem a mesma características.

4.1.7 Alocação de Custos

Nessa seção, apresentaremos os principais problemas relacionados a alocação de custos utilizada pela empresa.

4.1.7.1 Melhor Prática

Segundo Atkinson entre outros (2000, p. 125) custo é definido como o valor monetário de bens e serviços para se obter benefícios reais ou futuros.

Hornngren (2004, p. 501) ratifica esse entendimento ao afirmar que custo é o recurso sacrificado ou abdicado para alcançar um objetivo específico.

Outro ponto que cabe destacar é que a estrutura de consórcio, determina que cada consorciado é responsável por assumir suas receitas, custos, direitos e obrigações.

Iudícibus e outros (2007, p. 46) destacam que pode ocorrer o caso de sacrifícios de ativos, esforço de propiciar a receita, cujos desembolsos efetivos somente irão ocorrer em outro exercício, ou de incorrer em despesas a serem desembolsadas posteriormente (sacrifício de ativo futuro, ativo esse que pode nem existir hoje).

Nota-se pelas definições anteriores que há um problema, tendo em vista que não existe ainda nenhum sacrifício por parte da NTS na obtenção da receita. Todo o ônus de “sacrifício de ativos” ficou a cargo da TNS, empresa líder do consórcio e proprietária dos ativos de transporte em operação pelo consórcio nos anos de 2006 e 2007.

Ainda segundo Iudícibus e outros (2007, p. 46) todas as despesas e perdas ocorridas em determinado período deverão ser confrontadas com as receitas reconhecidas com as receitas reconhecidas nesse mesmo período ou a ele atribuídas.

4.1.7.2 O que se observa

Veremos nesse tópico abaixo, em função de não haver ativos em operação na NTS, não há despesas ou perdas para serem confrontadas com as receitas, gerando distorções relevantes na margem da empresa e no lucro líquido do exercício, em detrimento da margem e lucro líquido da TNS, e inclusive prejudicando aos acionistas da TNS no seu direito de recebimento de dividendos, considerando que essa empresa deve ter apresentado uma margem e um lucro líquido inferior ao assumir todos os gastos de depreciação do ativo

Primeiramente, nota-se que não há nenhuma vinculação da receita com o custo, nem com os conceitos relacionados a custo, tendo em vista que, como o ativo estava em obra, não houve pela sociedade “sacrificado ou abdicado para alcançar um objetivo específico”, ou seja, não há nenhum gasto com o objetivo de gerar receita para a sociedade, embora essa situação esteja completamente aderente as cláusulas contratuais.

Como o contrato está fortemente vinculado a geração de caixa para pagamento da dívida junto aos financiadores, foi iniciado a operação do consórcio em 2006, com os ativos da NTS ainda em construção. Isso acarretou uma discrepância do ponto de vista contábil, ao se verificar a grande quantidade de receita (anexo A) alocada à empresa face a necessidade de amortização de parcelas relacionadas ao contrato de financiamento, na ordem de R\$ 367 milhões e R\$ 362 milhões, em 2006 e 2007.

Apesar desse montante elevado de receita apropriado à transportadora, observa-se nas demonstrações contábeis da empresa, que o valor alocado de custo é bastante reduzido ao se comparar com o Custo do Serviço Prestado, no montante de R\$ 85 mil e 9 milhões, respectivamente em 2006 e 2007.

Esse fato gera uma distorção elevada na margem da empresa, ficando uma margem bruta de 99,98% (2006) e 97,15% (2007).

Essa situação também acaba acarretando distorções no lucro líquido da companhia, que acaba ficando superavaliado e impactando, conseqüentemente, o valor dos dividendos que deveriam ser distribuídos aos acionistas, embora, como visto no tópico específico esteja proibido por cláusulas contratuais constantes nos contratos de financiamento.

4.1.7.3 Comparação com a TBG

Ao compararmos com a TBG, verificamos que as margens praticadas pela NTS (99,98% e 97,15% em 2006 e 2007, respectivamente) estão acima da realidade. As margens brutas da TBG são de 74% e 71%, respectivamente, nos exercícios de 2006 e 2007.

Primeiramente, cabe salientar que para fins de comparação de margens entre a TBG e a NTS, há uma parcela no Custo dos Serviços Prestados da TBG relativa à Operação e Manutenção do gasoduto, o que não há na NTS em função de, como visto anteriormente, a prestação desse serviço ser a contribuição da Consorciada Transpetro ao Consórcio Malhas. O contrato de consórcio prevê que a Transpetro é participa do rateio da receita do consórcio em um montante suficiente para a remuneração dos seus gastos com a prestação desse serviço, logo, não deve haver discrepâncias nas demonstrações contábeis dessa empresa, bem como, não o que se questionar no que tange a compartilhamento de custos.

A discrepância ocorrida na NTS decorre do foco do consórcio ser a geração de caixa para pagamento da dívida. Logo, em função da obrigação de pagar os financiamentos, foi necessário que o consórcio entra-se em operação mesmo com o ativo da NTS ainda em obra, não tendo, portanto, no que se falar em custo de depreciação de seus ativos.

No caso da TBG, verifica-se que o custo é formado por duas parcelas principais, a depreciação dos ativos e o Custo de Operação e Manutenção dos mesmos.

Com relação ao repasse de custos, não há previsão no contrato de permissão para que a TNS, proprietária do ativo que está em operação, obtenha ressarcimento de gastos em função do rateio das operações.

5 CONCLUSÃO

Como exposto no capítulo 1, o objetivo desse trabalho era identificar o impacto das obrigações contratuais referentes a fontes de financiamento de uma Sociedade de Propósito Específico nos registros contábeis de seus bens direitos e obrigações.

Para isso, foi realizado um estudo de caso comparando-se duas empresas do segmento de transporte de gás natural da Petrobras, bem como, uma entrevista com o responsável pelo acompanhamento contábil da NTS na Contabilidade da Petrobras.

Com base no estudo de caso realizado no capítulo quatro pode-se perceber a influência das obrigações contratuais na elaboração das demonstrações contábeis da empresa.

Embora os gestores da contabilidade da empresa soubessem quais eram as melhores práticas contábeis a serem praticadas, muitas vezes, eram obrigados a desconsiderá-las, para atender à cláusulas contratuais, mesmo descumprindo, algumas vezes, a legislação contábil brasileira (como pode ser verificada na parte relativa à restrição na política de pagamento dividendos).

Na comparação realizada verifica-se que as restrições impostas por cláusulas contratuais são mais relevantes e severas na NTS, empresa que utilizou uma estrutura de capital mais fortemente financiada por capital de terceiros, com captação através de um *Project Finance*, com baixo financiamento com capital próprio.

Já no caso da TBG, que apresenta uma estrutura de capital menos alavancada em financiamentos de capital de terceiros tradicionais (diretos, sem estruturação de *Project Finance*, e com a participação de 43% da estrutura de capital oriundo de acionistas, não houve a inclusão de cláusulas restritivas, principalmente ao que tange a distribuição de dividendos. A única restrição existente está relacionada a prioridade dos financiadores externos em relação a liquidação dos empréstimos recebidos com os acionistas.

Conforme demonstrado ao longo desse trabalho, há uma série de vantagens e desvantagens nas diversas fontes de financiamentos existentes no mercado. A escolha sobre a estrutura de capital a ser utilizada pela empresa é fortemente atrelada ao custo de capital para obtenção do mesmo. É importante salientar que esse trabalho não teve por objetivo verificar qual a estrutura de capital é mais ou menos vantajosa. A comparação de empresas com estruturas de capital diversas se deve ao interesse de se estudar o impacto das cláusulas restritivas existentes em recursos obtidos em financiamentos tradicionais e em *Project Finance*.

Dentro do conceito de *Project Finance*, foram demonstrados os principais conceitos atrelados as Sociedades de Propósito Específico, comumente utilizados em projetos estruturados. Na comparação das duas empresas, pode-se verificar que embora ambas tenham seus contratos do tipo *Take or Pay*, somente no Projeto Malhas foram usadas SPE's.

Quando se analisa o aspecto de relacionamento entre empresas, verifica-se que no caso da TBG, a forma de relacionamento existente entre ela e a Petrobras está fortemente relacionada à figura de Controlada, que tem seus conceitos vinculados a Instrução CVM nº 247, de 27 de março de 1996. Já a NTS, por se tratar de uma *Joint Venture* tem sua forma de relacionamento vinculada a empresa controlada conjuntamente, expresso na legislação brasileira na Instrução CVM nº 408, de 18 de agosto de 2004.

Com relação à política de dividendos, se por um lado a empresa atende a legislação societária com relação a destinação de resultados para reservas, não deixando saldo nas contas de lucros acumulados, por outro lado, há problemas relacionados a justificativa para retenção desses lucros. Conforme exposto na entrevista constante no apêndice 2 desse trabalho, a constituição da reserva especial de dividendos obrigatórios a distribuir acaba sendo a solução, mesmo que não sendo a melhor estimativa.

A aparente tendência é de haver uma redução no lucro líquido da empresa, tendo em vista que ao longo do tempo, a perspectiva é de uma menor alocação de receita na SPE em função que, ocorrendo os pagamentos dos juros e dos principais do financiamento, haverá uma menor necessidade de caixa na empresa, bem como, em função da entrada em operação de seus ativos, haverá um aumento do custo do serviço prestado, pela depreciação.

Essa situação poderá impactar o terceiro problema analisado nesse trabalho. Com a redução da alocação de receitas na empresa e o início da depreciação dos ativos que estavam em obra, há uma tendência de reversão da margem bruta da companhia. A empresa que hoje apresenta margens próximas a 100% poderá ao longo do tempo a ter reduções progressivas na sua margem.

Essa tendência não soluciona o problema, pois estará ocorrendo sacrifícios de ativos e esforços de propiciar a receita, sem contudo, ter vinculação com a receita alocada a empresa.

No que tange aos acionistas, proprietários do capital próprio da SPE NTS, não há muitos questionamentos em função do retorno esperado por eles não serem oriundos das atividades operacionais ou da política de dividendos da sociedade. Como comentado na entrevista com o

gestor contábil da empresa, o retorno dos acionistas, que também são os financiadores, estão atrelados ao recebimento dos financiamentos concedidos por eles a empresa.

Quando se analisa a TBG, que possui acionistas diversos dos bancos que financiaram o projeto, e menor cláusulas restritivas diversas da existente na NTS, nota-se uma maior preocupação no cumprimento da legislação societária. Na TBG, percebe-se o maior alinhamento com as normas emanadas pela legislação societária.

Nem todos os problemas apresentados nesse trabalho têm sua origem direta em cláusulas restritivas previstas no contrato. No caso do específico tópico relacionado ao repasse de custo de depreciação, não há impacto direto para o financiador, tendo em vista que a depreciação trata-se de um item econômico que não gera qualquer impacto nas disponibilidades de caixa da companhia para pagamento da dívida.

No que tange a taxa de depreciação, com o advento da Lei nº 11.638/2007, poderá obrigar a NTS a alterar a taxa de depreciação do seu gasoduto. A taxa de depreciação utilizada pela empresa de 10 anos foi calculada considerando o prazo de financiamento ao invés da vida útil econômica-financeira do ativo. Contudo, a nova lei obriga a utilização de taxas que reflitam vida útil econômica-financeira do ativo na escrituração contábil da empresa. Com isso, haverá uma alteração relevante em uma das premissas utilizadas no *Project Finance*, que culminou com a criação da Sociedade de Propósito Específico.

Como visto no capítulo de metodologia, o estudo de caso apresenta resultados que não podem ser generalizados. Com isso, novas pesquisas sobre esse assunto, considerando outras empresas e outros segmentos podem ser realizadas.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DO PETROLEO (Brasil). Agência Nacional do Petróleo - ANP. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br>>. Acesso em: 22 jun. 2007.

AZEVEDO, Osmar Reis. **Comentários às novas regras contábeis brasileiras**. São Paulo: IOB, 2008

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Determina as características de companhia ou sociedade anônima, dispõe sobre funcionamento das sociedades por ações e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 dez. 1976, p. 1, Suplemento. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 20 out. 2007

_____. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 1 nov. 2001, seção 1, págs. 4 a 9. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 21 out. 2007.

_____. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/76 e estende as sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrativos financeiros. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 dez. 2007, p. 2, Edição extra. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 15 mar. 2008.

_____. Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 6 maio 1997, P. 9.009.

CARVALHO, L. Nelson; LEMES, Sirlei; COSTA, Fábio Moraes da. **Contabilidade internacional: aplicação das IFRS 2005**. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

CARVALHO, Patrícia. **Joint venture: Uma visão econômico-jurídica para o desenvolvimento empresarial**. Curitiba: Juruá, 2003.

COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC. [Rio de Janeiro], [2008]. Disponível em: < www.cibrasec.com.br>. Acesso em: 18 mar. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIO (Brasil). Instrução nº 247, de 27 de março de 1996. Dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, altera e consolida as Instruções CVM nº 01, de 27 de abril de 1978, nº 15, de 03 de novembro de 1980, nº 30, de 17 de janeiro de 1984, e o artigo 2º da Instrução CVM nº 170, de 03 de janeiro de 1992, e dá outras providências. **Normas Legais**, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: < http://www.normaslegais.com.br/legislacao/instrucaocvm247_1996.htm>. Acesso em: 5 abr. 1997.

_____. Comissão De Valores Mobiliário – CVM. Rio de Janeiro, 2007.

_____. Instrução nº 408, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico – EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 20 abr. 2004.

FINNERTY, John D. **Project Finance**: Engenharia financeira baseada em ativos. Tradução Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999

FIPECAFI. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 6. ed. São Paulo. 2003.

GIL, Antônio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 3º Ed. São Paulo: Atlas, 1996

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. V. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HORNGREN, Charles T.; DATAR, Srikant M.; FOSTER, George. **Contabilidade de custos**. Tradução Robert Brian Taylor. 11. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004

LAVILLE, Christian; DIONNE, Jean. A Construção do Saber. Tradução Lana Mara Siman. Porto Alegre: EFMG, 1999.

PAVARINI DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. Securitização de recebíveis. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: <<http://www.pavarini.com.br/securit.htm>>. Acesso em: 25 nov. 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 72. ed. São Paulo: Atlas, 2006

JOHNSTON, David; JOHNSTON, Daniel. **Introduction to oil company financial analysis**. Tulsa: PennWell, 2006

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira** – princípios, fundamentos e práticas brasileiras. 2. ed. São Paulo: Campus, 2005

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços** – abordagem básica e gerencial. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

NEVITT, Peter K.; FABOZZI, Frank J. **Project Financing**. 7. ed. London: Euromoney Books, 2000.

NEWMAN, Neal. Enron and the Special Purpose Entities – Use or Abuse? The Real Problem – The Real Focus. **Law and Business Review of the Americas**, Winter 2007.

OECONOMIA. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://oeconomica.com>>. Acesso em: 18 mar. 2008.

PEGAS, Paulo Henrique. **Manual de contabilidade tributária**. 3. ed. Rio de Janeiro. Freitas Bastos Editora; 2005.

PETROBRAS. Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <<http://www2.petrobras.com.br/portugues/index.asp>>. Acesso em: 18 mar. 2008.

ROSS, Stephen; WESTWFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. F. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SOROOSH, Jalal; CIESIELSKI, Jack T. Accounting for special purpose entities revised: FASB interpretation 46 (R). **The CPA Journal**, New York, Jul. 2004.

TRIVIÑOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

VERGARA, Sylvia. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

_____. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. Tradução Sidney Stancatti. 10. ed. São Paulo: Markon Books, 2000

_____. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, Robert K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Tradução Daniel Grassi. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

_____. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Tradução Daniel Grassi. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

APÊNDICE A- RESUMO DOS PRINCIPAIS PROJETOS ESTRUTURADOS DA PETROBRAS

Projeto/Valor estimado do investimento	Ano de Constituição	Finalidade	Fase atual	Segmento
Barracuda e Caratinga US\$ 3,1 bilhões	1998	Viabilização do desenvolvimento da produção dos campos de Barracuda e Caratinga, da Bacia de Campos. A SPE Barracuda e Caratinga Leasing Company B.V. é responsável pela constituição de todos os ativos (poços, equipamentos submarinos e unidades de produção) demandados pelo projeto, sendo também proprietária destes.	Em operação com ativos em fase final de constituição	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
Marlim US\$ 1,5 bilhão	1999	Consórcio com a Companhia Petrolífera de Marlim (C.P.M), que disponibiliza para a Petrobras equipamentos submarinos de produção de petróleo do campo de Marlim	Em operação	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
NovaMarlim US\$ 834 milhões	2001	Consórcio com a NovaMarlim Petróleo S.A. (NovaMarlim) que disponibiliza equipamentos submarinos de produção de petróleo e ressarce, por meio de adiantamento já efetuado a Petrobras custos operacionais decorrentes da operação e manutenção dos ativos do campo	Em operação	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
CLEP US\$ 1,25 bilhão		A Companhia Locadora de Equipamentos Petrolíferos (CLEP) disponibiliza, para a utilização da Petrobras, ativos vinculados à produção de petróleo localizados na Bacia de Campos, através de contrato de aluguel com prazo de 10 anos, ao fim do qual a Petrobras terá o direito de adquirir as ações da SPE ou os ativos do projeto	Em operação	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
PDET US\$ 1,18 bilhão		A PDET Offshore S.A. é a futura proprietária dos ativos do projeto cujo objetivo é melhorar a infra-estrutura de transferência do óleo produzido na Bacia de Campos para as refinarias da Região Sudeste e para exportação. Os ativos, uma vez constituídos, serão alugados para a Petrobras por 12 anos.	Em fase de constituição dos ativos	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
Malhas US\$ 1,11 bilhão	2002	Consórcio entre Transpetro, Transportadora Nordeste Sudeste (TNS), Nova Transportadora do Sudeste (NTS) e Nova Transportadora do Nordeste (NTN). A contribuição da NTS e NTN no consórcio ocorre através da constituição de ativos relacionados ao transporte de gás natural. A TNS (companhia 100% Gaspetro) disponibiliza ativos já constituídos anteriormente. A Transpetro contribui como operadora dos gasodutos	Consórcio entrou em operação em janeiro de 2006. Alguns ativos ainda em construção	GÁS & ENERGIA
Modernização da Revap US\$ 900 milhões		O objetivo deste projeto é elevar a capacidade da Refinaria Henrique Lage (Revap) em processar óleo Pesado nacional, ajustar o diesel por ela produzido às novas especificações nacionais e reduzir a quantidade de emissão de poluentes. Para tanto, foi criada a SPE Cia. de Desenvolvimento e Modernização de Plantas Industriais - CDMPI, que construirá e alugará para a Petrobras uma unidade de Coqueamento Retardado, uma unidade de Hidrotreamento de Nafta de Coque e unidades correlatas a serem instaladas naquela refinaria.	Em fase de constituição dos ativos	ABASTECIMENTO
Cabiúnas US\$ 850 milhões Consolidados no contrato de Leasing		Projeto com objetivo de aumentar a capacidade de escoamento da produção de gás da Bacia de Campos. A Cayman Cabiunas Investment Co. Ltd. (CCIC) disponibiliza os ativos para a Petrobras através de um contrato de leasing internacional.	Em operação	ABASTECIMENTO
Outros (Albacora, Albacora/Petros e PCGC) US\$ 495,5 milhões			Em operação	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
Gasene US\$ 2,96 bilhões		A Transportadora Gasene S.A. é responsável pela construção e futura proprietária de gasodutos de transporte de gás natural, com extensão total de 1,4 mil quilômetros e capacidade de transporte de 20 milhões de m3 por dia, ligando o Terminal de Cabiúnas, no Rio de Janeiro, até Catu, na Bahia.	Em estruturação	GÁS & ENERGIA
Marlim Leste (P-53) US\$ 1,59 bilhão		Para desenvolver a produção do campo de Marlim Leste a Petrobras utilizará uma Unidade Estacionária de Produção (UEP), a P-53, que será afretada junto à Charter Development LLC. O contrato de afretamento, na modalidade casco nu (Bare Boat Charter), será firmado por um período de 15 anos, contados a partir da data de sua assinatura.	Em estruturação	EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO
Amazônia US\$ 1,37 bilhão		Construção de um gasoduto de 385 km de extensão, entre Coari e Manaus, e de um GLPduto de 285 Km de extensão, entre Urucu e Coari, ambos sob a responsabilidade da Transportadora Urucu Manaus S.A.; e construção de uma termelétrica, em Manaus, com capacidade de 488 MW através da Companhia de Geração Termelétrica Manauara S.A.	Em estruturação	GÁS & ENERGIA
Mexilhão US\$ 756 milhões		Constituição de uma plataforma (PMXL-1) de exploração de gás natural dos Campos de Mexilhão e Cedro, na Bacia de Santos, que será detida pela Companhia Mexilhão do Brasil (CMB), responsável pela captação dos recursos necessários para constituição da referida plataforma. Após constituída, a PMXL-1 será alugada à Petrobras, detentora da concessão para exploração e produção dos referidos campos	Em estruturação	GÁS & ENERGIA

Fonte: adaptado Demonstrações Financeiras da Petrobras - DFP (2007)

**APÊNDICE B- RESUMO DOS TERMOS DE CONTRATO DE TRANSPORTE
CELEBRADO ENTRE A PETROBRAS E AS TRANSPORTADORAS DO CONSÓRCIO
MALHAS**

Resumo dos Termos de Contratos de Transporte	
Projeto Malhas	
Descrição do Projeto	Consórcio constituído com o objetivo de expandir o sistema de transporte de gás natural
Tipo de Contrato	Contrato de Transporte (<i>Throughput</i>)
Resumo do Contrato	Consórcio entre Transpetro, Transportadora Nordeste Sudeste (TNS), Nova Transportadora do Sudeste (NTS) e Nova Transportadora do Nordeste (NTN). A contribuição da NTS e NTN no consórcio ocorre através da constituição de ativos relacionados ao transporte de gás natural. A TNS (companhia 100% Gaspetro) disponibiliza ativos já constituídos anteriormente. A Transpetro contribui como operadora dos gasodutos
Quantidade Contratual	A Petrobras concorda em transportar quantidades de gás natural suficientes para permitir as Transportadoras, às suas taxas de tarifas publicadas, realizar receita de caixa suficiente para pagar todas as obrigações de caixa. Obrigações de Caixa são definidas como incluindo todas as despesas, inclusive depreciação), obrigações e responsabilidades, incluindo pagamento de principal e juros da dívida, tributos, despesas operacionais e desembolsos para ampliação e melhorias
Preço Contratual	Estabelecido no contrato GTA (<i>Gas Transportation Agreement</i>)
Prazo do Contrato	30 anos, a contar do início da operação do Consórcio
Obrigações dos Compradores	A Petrobras é obrigada a pagar as quantidades de gás natural previstas no contrato, independentemente de transportá-lo (cláusula de <i>ship or pay</i>). Se por qualquer razão, as Transportadoras não dispuserem de caixa suficiente para atender a todas as suas obrigações, a Petrobras concorda em adiantar recursos para cobrir tal deficiência (a título de Pagamento Adiantado por Transporte, também chamado <i>Advanced Capacity Payment</i> - "ACP"). Esses adiantamentos serão convertidos em créditos de capacidade de transporte a serem realizados futura e exclusivamente para pagamento dos serviços de transporte prestado pelo Consórcio Malhas em favor da Petrobras

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Finnerty (1999,312)

APÊNDICE C - QUESTIONÁRIO

1. Existe influência de cláusulas contratuais na elaboração das demonstrações contábeis da NTS? Principalmente, quais?

Gerente de Contabilidade – Sim, quando elaboramos as demonstrações contábeis da empresa, temos que levar em conta alguns parâmetros previstos nos contratos de norteiam todo o Projeto Malhas. Os principais pontos observados são em relação às cláusulas que inibem certos atos dos gestores, como por exemplo, restrição a pagamento de dividendos.

2. O senhor poderia explicar melhor essa cláusula? Quais os impactos que o senhor identifica nas demonstrações financeiras?

Gerente de Contabilidade – Sim. No contrato de financiamento, há uma cláusula que proíbe a distribuição de dividendos aos acionistas durante o prazo de vigência do contrato de financiamento. Com isso, temos que buscar mecanismos de reter o lucro na sociedade.

3. Mas para retenção de lucros, a legislação brasileira prevê o atendimento de uma série de requisitos. As retenções estão seguindo a todos esses requisitos?

Gerente de Contabilidade – A destinação do lucro da empresas no fim do ano é uma dificuldade, pois pela lei, não podemos deixar de destinar o lucro do exercício. Para a retenção em reserva de lucros, há legislação brasileira prevê uma série de requisitos que não estamos enquadrados. Por exemplo, a reserva de retenção de lucros não pode ser utilizada por nós, pois toda a ampliação da malha de gasoduto está sendo financiada por financiamento de terceiros. Lucros a realizar não possuímos. A constituição da reserva especial de dividendos obrigatórios a distribuir acaba sendo a solução, mesmo que não seja a melhor alternativa.

4. Qual é a reação dos acionistas a essa retenção de lucros?

Gerente de Contabilidade – A NTS tem uma situação híbrida. Por ser uma SPE, o acionista principal da empresa é o próprio financiador. Logo, não há muito questionamento dessa política de retenção de lucros, tendo em vista que eles participaram da elaboração do contrato. Os acionistas/financiadores tem ciência que o retorno do capital empregado por eles vêm do financiamento e não do capital próprio empregado por eles para a constituição da empresa.

5. Mudando um pouco de assunto, realizei uma análise prévia do relatório de auditoria de 2006 da NTS e verifiquei que a taxa de depreciação utilizada (10%) pela empresa está desuniforme com o usual aplicado por transportadoras de gás. Qual o critério para a determinação dessa taxa? Na sua opinião, essas taxas representam adequadamente a vida útil econômica do ativo?

Gerente de Contabilidade – A taxa de depreciação dos ativos da NTS foi calculada com base no prazo do contrato de financiamento. Com relação a representar a vida útil do ativo, acho que não. Inclusive, já tendei alterá-las, mas minha requisição não foi aceita pelos gestores, tendo em vista que a taxa depreciação foi firmada durante o projeto de estruturação financeira. A alteração dessa premissa precisa de alteração dos financiadores.

Na minha opinião, a taxa de depreciação teria que ser no mínimo 5% a.a. (20 anos), que é o tempo de duração do contrato de transporte de gás e de duração do Consórcio Malhas. Como acompanho as demais transportadoras do sistema Petrobras, sei que a vida útil utilizada por elas é de 30 anos. A própria TNS, que é a líder do consórcio utiliza esse tempo de vida útil para seus ativos.

6. Ainda analisando suas demonstrações contábeis de 2006, verifiquei que a NTS tem a espetacular margem bruta de 99,97%. O negócio é tão bom assim? Por que o reduzido custo em relação a receita?

Gerente de Contabilidade – Primeiramente, cabe salientar que a receita não tem nenhuma vinculação com a operação dos ativos. O que determina a alocação de receita para a NTS é a sua necessidade de caixa para pagamentos de financiamentos. O reduzido custo decorre que somente um pequeno trecho dos ativos da NTS está em operação. O principal ativo da NTS (Campinas-Rio de Janeiro) somente entrou em operação em maio de 2008. Logo, toda a receita auferida pela

empresa, nos anos de 2006 e 2007, é decorrente da operação dos gasodutos de propriedade da TNS, líder do consórcio e de propriedade da Petrobras, principal beneficiária do projeto.

7. Há previsão em algum contrato de repasse de custos entre as empresas integrantes do consórcio?

Gerente de Contabilidade – Não há nos contratos previsão de repasse de custos entre as consorciadas. Na minha opinião, mesmo que houvesse, acho que não haveria interesse por parte da TNS/Petrobras em repassar esse custo.

8. Por que o senhor acha que não haveria interesse?

Gerente de Contabilidade – Por contrato, a Petrobras é obrigada a gerar caixa suficiente para a NTS honrar todos os seus compromissos, dentre eles pagamentos de tributos, principal e juros da dívida, além de despesas operacionais. Com isso, caso a TNS optasse por repassar/cobrar parte dos custos dos ativos, haveria a necessidade de alocar uma receita ainda maior na NTS, e conseqüentemente, diminuiria a receita alocada na TNS, que fica com a receita residual que sobra da partilha prevista no contrato.

9. Em sua opinião, os problemas levantados acima não podem estar gerando distorções na Demonstração Contábil da empresa, inclusive o que tange a não utilizar as melhores práticas de mercado?

Gerente de Contabilidade – Podem sim. A necessidade de atender a alguns requisitos previstos nos contratos celebrados pela empresa, nos obriga a em determinados momentos a deixar de utilizar as melhores práticas contábeis.

10. Caso não houvesse restrições contratuais, o senhor procederia aos ajustes listados nas perguntas anteriores?

Gerente de Contabilidade – Com certeza, se eu pudesse, procederia ao ajuste dos pontos acima. Tenho ciência que, em função de cláusulas contratuais, podem estar ocorrendo algumas distorções nas demonstrações contábeis. A restrição da política de dividendos, inclusive, gerou nesse fechamento das demonstrações contábeis do exercício social de 2007, um estresse enorme com a nossa auditoria externa. Com relação ao custo, acredito que as entradas em operação dos ativos da NTS devem reduzir significadamente essa distorção. Já a taxa de depreciação, infelizmente não poderei adequar ao que entendo ser a melhor prática.

ANEXO A - DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA NOVA TRANSPORTADORA DO SUDESTE – NTS

ATIVO DA NTS EM 31 DE DEZEMBRO					
	2003	2004	2005	2006	2007
Circulante					
Caixa e Bancos	337	7.313	1.621	24.970	27.093
Aplicações Financeiras	24.255	5.154	56.764	51.245	218.311
Clientes	-	-	-	69.865	77.562
Impostos a Compensar	49	5.661	25.106	33.486	50.289
Despesas Antecipadas	5.408	2.955	7.932	7.676	-
Outras contas a receber	-	-	3	47	134
Total do Circulante	30.049	21.083	91.426	187.289	373.389
Não Circulante					
Realizável a longo prazo					
Despesas Antecipadas	56.780	50.061	37.181	29.697	-
Adiantamento a Consorciada	167.474	199.989	198.657	66.575	51.719
ICMS a recuperar	9.448	45.599	37.951	36.206	36.206
Imposto de Renda e Contribuição Social diferidos					714
Permanente					
Imobilizado e Intangível	113.126	382.816	702.833	1.393.926	1.470.624
Diferido	(31.518)	11.777	76.289	68.491	123.393
Total do Não Circulante	315.310	690.242	1.052.911	1.594.895	1.682.656
Total do Ativo	345.359	711.325	1.144.337	1.782.184	2.056.045

PASSIVO DA NTS EM 31 DE DEZEMBRO					
	2003	2004	2005	2006	2007
Circulante					
Empréstimos e Financiamentos	1.360	25.164	129.861	127.913	1.135
Fornecedores	1.415	16.924	32.251	1.581	2.713
Obrigações Fiscais, sociais e trabalhistas	12.288	1.302	1.302	45.490	14.006
Adiantamento a consorciada	-	-	97.769	219.882	433.083
Outros			5	243	987
Total do Circulante	15.063	43.390	261.188	395.109	451.924
Não Circulante					
Exigível a longo prazo					
Empréstimos e Financiamentos	326.810	646.453	841.052	982.388	1.083.595
Impostos de Renda e contribuições sociais diferidos		17.996	38.611	47.208	136.111
Impostos de Renda e contribuições sociais a recolher					2.754
Resultado de Exercícios Futuros				192.260	121.671
Patrimônio Líquido					
Capital Social	3.486	3.486	3.486	3.486	3.486
Reserva Legal				697	697
Reserva Especial de Dividendos				161.036	255.807
Total do Não Circulante	330.296	667.935	883.149	1.387.075	1.604.121
Total do Passivo	345.359	711.325	1.144.337	1.782.184	2.056.045

Demonstração de Resultado					
	2003	2004	2005	2006	2007
Receita Operacional Bruta				357.072	362.396
(-) Encargos sobre vendas				(51.045)	(47.432)
Receita Operacional Líquida				306.027	314.964
(-) Custo dos serviços prestados				(85)	(26.936)
Lucro Bruto				305.942	288.028
Despesas Operacionais					
Receitas financeiras, líquidas				1.311	24.297
Gerais e Administrativas				(10.914)	(6.757)
Honorários de Diretoria				(58)	(21)
Tributárias				(11.449)	(16.440)
Amortização do Diferido				(7.628)	(7.627)
Amortização de Despesas antecipadas				(7.740)	(37.373)
				(36.478)	(43.921)
Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social				269.464	244.107
Contribuição Social				(28.517)	(38.928)
Imposto de Renda				(79.214)	(110.408)
Lucro Líquido				161.733	94.771

**ANEXO B - DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA TRANSPORTADORA BRASILEIRA
GASODUTO BOLÍVIA BRASIL - TBG**

ATIVO DA TBG EM 31 DE DEZEMBRO					
	2003	2004	2005	2006	2007
Circulante					
Caixa e Bancos	918	228	2.988	1.304	7.539
Aplicações Financeiras	137.886	74.574	295.646	373.643	181.894
Depósitos Vinculados	102.196	100.032	85.215	76.073	60.559
Clientes	126.605	91.923	107.206	85.997	81.335
Impostos a Compensar	15.087	62.350	99.254	80.222	81.576
Impostos diferidos	-	-	-	74.817	72.076
Adiantamento a fornecedores	11.118	6.167	4.002	-	-
Outras contas a receber	8.285	14.552	15.654	24.060	19.615
Total do Circulante	402.095	349.826	609.965	716.116	504.594
Não Circulante					
Realizável a longo prazo					
Imposto de Renda e Contribuição Social diferidos	-	-	-	216.298	180.769
Permanente					
Imobilizado e Intangível	2.649.157	2.573.766	2.527.768	2.507.133	2.531.828
Diferido	56.579	47.006	37.507	30.035	19.528
Total do Não Circulante	2.705.736	2.620.772	2.565.275	2.753.466	2.732.125
Total do Ativo	3.107.831	2.970.598	3.175.240	3.469.582	3.236.719

PASSIVO DA TBG EM 31 DE DEZEMBRO					
	2003	2004	2005	2006	2007
Circulante					
Empréstimos e Financiamentos	204.987	213.289	113.747	107.262	91.972
Fornecedores	7.225	3.872	9.351	11.789	7.990
Impostos de Renda e contribuições sociais a recolher	28.549	-	246.052	114.408	89.401
Impostos de Renda e contribuições sociais diferidos	-	-	-	26.260	50.495
Contas a pagar	692.764	395.552	389.561	381.720	251.831
Contas a pagar a demais acionistas	19.216	11.948	2.567	-	-
Dividendos propostos	-	-	-	161.648	142.951
Outros	16.284	12.262	18.079	26.410	31.544
Total do Circulante	969.025	636.923	779.357	829.497	666.184
Não Circulante					
Exigível a longo prazo					
Contas a pagar	2.049.007	1.685.411	1.325.944	1.118.197	879.348
Empréstimos e Financiamentos	1.655.433	1.344.494	1.073.511	902.274	681.137
Impostos de Renda e contribuições sociais diferidos	-	-	-	59.310	146.226
Impostos de Renda e contribuições sociais a recolher	-	-	-	-	-
Resultado de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido					
Capital Social	203.288	203.288	203.288	203.288	203.288
Reservas de Lucro	-	-	-	357.016	660.536
Prejuízos Acumulados	(1.768.922)	(899.518)	(206.860)	-	-
Total do Não Circulante	2.138.806	2.333.675	2.395.883	2.640.085	2.570.535
Total do Passivo	3.107.831	2.970.598	3.175.240	3.469.582	3.236.719

Demonstração de Resultado					
	2003	2004	2005	2006	2007
Receita Operacional Bruta	1138348	1241908	1090257	1.021.935	913.879
(-) Encargos sobre vendas	-167770	-124304	-154721	(223.222)	(166.156)
Receita Operacional Líquida	970.578	1.117.604	935.536	798.713	747.723
(-) Custo dos serviços prestados	(154.126)	(177.325)	(185.887)	(209.928)	(217.774)
Depreciação e Amortização	-100363	-109126	-110712	(110.344)	(111.927)
Custo de Operação e manutenção	-53763	-68199	-75175	(99.584)	(105.847)
Lucro Bruto	816.452	940.279	749.649	588.785	529.949
Despesas Operacionais					
Receitas financeiras, líquidas	664305	22556	226824	98.444	215.912
Gerais e Administrativas	-29454	-34006	-34075	(47.877)	(54.831)
Honorários de Diretoria	-1764	-1557	-1502	(1.734)	(2.296)
Tributárias	-8098	-8922	-5035	(5.810)	(4.275)
Lucro Operacional	1.441.441	918.350	935.861	631.808	684.459
Resultado não operacional	3206	3488	2849	2.771	2.796
Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social	1.444.647	921.838	938.710	634.579	687.255
Contribuição Social	-30113	-13886	-65138	24125	-62940
Imposto de Renda	-83625	-38548	-180914	67.013	(174.834)
Participação dos empregados no lucro	-	-	-	-192	-3010
Lucro Líquido	1.330.909	869.404	692.658	725.525	446.471

ANEXO C – FÓRMULAS E CONCEITOS DOS INDICADORES UTILIZADOS NO CAPÍTULO 4 DESSE TRABALHO

Índice	Fórmula	Indica
Indicadores de Liquidez		
Liquidez Imediata	Disponível/Passivo Circulante	Quanto a empresa possui de Disponível para cada \$ 1 de Passivo Circulante
Liquidez Corrente	Ativo Circulante/Passivo Circulante	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada \$ 1 de Passivo Circulante.
Liquidez Geral	(Ativo Circulante + Realizável a longo prazo)/ (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante mais Realizável a Longo prazo para cada \$ 1 de dívida total.
Índices de Estrutura de Capital		
Endiv. Curto Prazo	Passivo Circulante / (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)	Qual o percentual de obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais.
Endiv. Capital 3 ^{os}	(Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)/Passivo Total	Qual o percentual de obrigações com terceiros em relação ao passivo total
Endiv. Cap. Próprio	Patrimônio Líquido/Passivo Total	Qual o percentual de obrigações com acionistas em relação ao passivo total
Rel. Cap. 3 ^o /cap. Próp	(Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)/Patrimônio Líquido	Quanto a empresa tomou de capitais de terceiros em relação ao Capital Próprio.
Indicadores de Rentabilidade		
Margem Bruta	Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida	Quanto a empresa obtém de lucro nas suas atividades comerciais
Margem Líquida	Lucro Líquido/Receita Operacional Líquida	Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 100 vendidos.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998; 158).

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)