



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Implementação do *Beyond
Budgeting* em regime de *Project
Finance*

O caso da ASCENDI

Ornella Caetano Chicava Gemos

Católica Porto Business School

Abril, 2020

Agradecimentos

A Deus, pelo dom de vida.

Aos meus pais (em memória) pelos ensinamentos transmitidos ao longo dos anos e por tudo que fazem por mim onde quer que estejam.

À ASCENDI, um agradecimento especial pela oportunidade concedida em fazer o estágio académico, pelo apoio, carinho e acima de tudo conhecimento. Com particular ênfase, aos colaboradores do Gabinete de Planeamento e Controlo(vocês foram impecáveis). OBRIGADA!

A todos os meus familiares e amigos que indireta ou indiretamente apoiaram-me ao longo destes dois anos longe de casa.

Por último, mas não menos importante, gostaria de deixar um muito obrigado ao Professor Doutor João Pinto pela partilha do seu precioso conhecimento e experiência que foram cruciais para realização deste trabalho.

Um muito obrigado a todos.

Khanimambo!

Resumo

Este trabalho teve como objetivo principal verificar se é possível implementar um modelo de orçamentação moderno, nomeadamente o *Beyond Budgeting*, numa empresa que opera em regime de *Project Finance*, a ASCENDI. É uma empresa vocacionada para gestão de ativos, prestação de serviços de cobrança de portagens e de operação e manutenção de infra-estruturas rodoviárias.

Para tal, realizou-se uma revisão bibliográfica sobre os estudos existentes no que respeita ao orçamento tradicional, o *beyond budgeting* e o *project finance*, assim como um enquadramento geral da ASCENDI. Deste modo, com vista a responder o objetivo deste trabalho, foi utilizada uma metodologia de estudo de caso, recorrendo à observação direta e participativa, análise de documentos internos e entrevistas.

O orçamento tradicional tem sido alvo de inúmeras críticas em relação à sua utilidade, adaptação e resposta rápida às mudanças dos mercados onde as empresas se inserem. Surge então, no Reino Unido e em 1998, como resposta um modelo mais recente denominado *beyond budgeting*, criado pela BBRT (*Beyond Budgeting Round Table*), uma organização associativa baseada em 12 princípios, que inclui também uma ampla rede de organizações líderes, profissionais de negócios, e académicos. Contudo, este modelo não é considerado como uma “receita perfeita” para as empresas, mas sim uma filosofia de gestão e conseqüentemente, os princípios não representam uma *checklist*.

Desta forma, os resultados mostram que as empresas que operam em regime de *project finance*, devido as suas características distintas dificultam a implementação de um modelo mais moderno de orçamentação, neste caso o *beyond budgeting*. Por outro lado, reduzem os riscos e desvantagens orçamentais.

Por fim, foram apresentadas algumas sugestões de melhoria ao processo actual de elaboração e preparação do orçamento da ASCENDI.

Palavras Chave: Orçamento, Beyond Budgeting, Project Finance

Abstract

This work had as main objective to verify if it is possible to implement a modern budgeting model, namely Beyond Budgeting, in a company that operates under the Project Finance regime, in this case ASCENDI. ASCENDI is a company dedicated to asset management, rendering of debt collection services, tolls and roads operation and maintenance.

To this end, a bibliographic review was carried out on the existing studies regarding traditional budget, beyond budgeting and project finance, as well as a general framework assessment of ASCENDI. Thus, in order to answer the objective of this work, a case study methodology was used, using direct and participative observation, analysis of internal documents and interviews.

The traditional budget has been the target of numerous criticisms regarding its usefulness, adaptation and rapid response to changes in the business market. A more recent model called beyond budgeting, created by the BBRT (Beyond Budgeting Round Table), emerges in the United Kingdom in 1998, an associative organization, based on 12 principles, and also includes a wide network of leading organizations, business professionals, and academics. However, this model is not considered a “perfect recipe” for companies, but rather a management philosophy and, consequently, the principles do not represent a checklist.

In this way, the results show that companies that operate under a project finance regime due to their distinct characteristics make it difficult to implement a modern model of budgeting in this case beyond budgeting. However, on the other hand, they reduce budgetary risks and disadvantages. Finally, some suggestions were made for improving the current process of preparing the ASCENDI annual budget.

KeyWords: Budget, Beyond Budgeting, Project Finance

Lista de Abreviaturas

ABB -Activity based budget

BB – Beyond Budgeting

BBRT – Beyond Budgeting Round Table

BOO – Build Own and Operate

BOT – Build Operate and Transfer

CFO – Chief Financial Officer

CIPFA - The Chartered Institute of Public Finance and Accountancy

COMEX – Comissão Executiva

GPC – Gabinete de Planeamento e Controlo

OBZ – Orçamento base zero

ORÇ- Orçamento

PF – Project Finance

PFA – Projeção final de ano

PPP's – Parceria Público Privadas

RO's – Responsáveis de Orçamento

SPV – Special Purpose Vehicle

Índice

Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	v
Lista de Abreviaturas	vii
Índice de Figuras	xii
Índice de Tabelas	xiii
Capítulo 1	1
Introdução	1
Capítulo 2	5
Revisão Bibliográfica	5
2. Orçamento	5
2.1 Métodos de orçamentação	7
2.1.1 Orçamento incremental.....	7
2.1.2 Orçamento Base Zero	8
2.1.3 Orçamento baseado nas actividades	10
2.1.4 Orçamento contínuo (<i>Rolling Forecast</i>).....	11
2.1.5 Orçamento flexível.....	12
2.1.6 Orçamento estático (fixo).....	13
2.2 O Processo Orçamental	15
2.3 Vantagens e desvantagens do Orçamento	17
3. Modelo <i>Beyond Budgeting</i>	20
3.1 Vantagens e desvantagens do modelo <i>Beyond Budgeting</i>	22

3.2 A adoção do modelo BB.....	24
4. Project Finance	26
4.1 Conceito.....	26
4.2 Características do Project Finance	28
4.2.1 Elementos básicos de Project Finance	31
4.2.2 Modelos do Project Finance.....	35
4.2.3 Fases do Project Finance	36
4.3 Vantagens e desvantagens do Project Finance	37
4.3.1 Riscos associados ao Project Finance	40
4.4 Relação entre Project Finance e Parcerias Público Privadas (PPP's)	43
4.5 Relação entre Project Finance e Orçamentação	46
Capítulo 3	49
Metodologia.....	49
3.Metodologia.....	49
Capítulo 4	51
Estudo de caso.....	51
4. Estudo de caso - ASCENDI.....	51
4.1 Apresentação da ASCENDI S.G.P.S., S.A.....	51
4.1.1 Estrutura Societária	52
4.1.2 Organograma.....	53
.....	54
4.2. O processo orçamental 2019 da ASCENDI	54

4.2.1 Pontes fortes e fracos do processo orçamental da ASCENDI	57
4.3 Proposta de implementação do Beyond Budgeting	59
Capítulo 5	64
Conclusões e Recomendações	64
Bibliografia.....	67

Índice de Figuras

Figura 1.The Traditional Budgeting Process.....	15
Figura 2. Etapas do processo orçamental	17
Figura 3.BB Vs. Orçamento Tradicional	25
Figura 4.Elementos básicos de PF.....	35
Figura 6.Estrutura Societária.....	53
Figura 7.Organograma ASCENDI.....	54
Figura 9. Processo orçamental ASCENDI	57
Figura 10.Princípios Beyond Budgeting.....	63

Índice de Tabelas

Tabela 1. Palavras explícitas e não explícitas no orçamento	7
Tabela 2. Principais vantagens e desvantagens das metodologias orçamentais	14
Tabela 3. Vantagens e Desvantagens CFO's Vs. Gestores	19
Tabela 4. Vantagens e desvantagens do PF.....	40
Tabela 5. Vantagens e desvantagens do processo orçamental da ASCENDI	59

Capítulo 1

Introdução

O presente trabalho de final de mestrado, surge no âmbito do estágio académico realizado ao longo de 6 meses no Gabinete de Planeamento e Controlo (GPC) na ASCENDI S.G.P.S., S.A., uma entidade vocacionada para a gestão de ativos, prestação de serviços de cobrança de portagens e de operação e manutenção de infra-estruturas rodoviárias.

Nos dias de hoje, o orçamento tradicional tornou-se num instrumento da gestão fortemente focado em atingir resultados, pelo que o processo orçamental tradicional tem sido alvo de várias críticas, na medida em que a sua elaboração é onerosa (consome muito tempo), gera comportamentos disfuncionais, é revisto com pouca frequência, normalmente com base anual e concentra-se na redução de custos e não na criação de valor. Contudo, tal processo tem algumas vantagens tais como proporcionar um meio de alocação de recursos às diversas áreas da forma mais eficaz e segundo as atividades definidas para o ano em questão.

Deste modo, para suprir as ineficiências acima mencionadas em relação ao uso do orçamento tradicional, surge no Reino Unido, em janeiro de 1998, o *Beyond Budgeting* (BB), com o objetivo de ajudar as organizações na criação de valor a longo prazo de forma sustentada ao invés de ficar focado em resultados financeiros de curto prazo, através de processos disfuncionais e ineficientes (BBRT – Beyond Budgeting Round Table). Por outro lado, este modelo apresenta algumas desvantagens pois sendo um modelo recente e com um

número reduzido de empresas que adotaram esta prática não se sabe, ainda, de forma aprofundada e as suas reais implicações.

Assim, visto que a Ascendi S.G.P.S., S.A., usa a metodologia do orçamento tradicional, este trabalho tem como principal objetivo auferir se é possível implementar o *Beyond Budgeting* em regime de *Project Finance*, com base nas seguintes questões de investigação:

1. Será que é possível a implementação de uma metodologia de orçamentação mais moderna na Ascendi, neste caso o *Beyond Budgeting*?
2. Será que uma operação de *Project Finance*, assente numa teia contratual apertada e baseada numa gestão contratual eficiente, reduz riscos e desvantagens orçamentais?

Concluí-se que que empresas que operam em regime de *project finance*, devido às suas características distintas como (i) fluxos de caixa futuros do projecto como fonte principal para o pagamento dos juros e dívida e (ii) complexa estrutura de acordos e contratos entre todas as partes para melhor alocação de riscos e retornos, dificultam a implementação de um modelo mais moderno de orçamentação como o *beyond budgeting*, mas por outro lado reduzem os riscos e desvantagens orçamentais.

O termo *Project Finance* (PF) tem sido mal-usado e muito mal interpretado ou entendido. Primeiro, o PF não é um meio de captar recursos para financiar um projeto tão fraco economicamente que pode não ser capaz de oferecer uma taxa de retorno aceitável aos investidores. Por outras palavras, não é um meio de financiar um projeto que não pode ser estabelecido numa base convencional (Finnerty,2007).

Neste seguimento, Gatti (2008) define *project finance* como um financiamento estruturado assente na criação de uma empresa específica (SPV), ou veículo para fins especiais, também conhecido como empresa do projeto, a qual é criada por patrocinadores e financiada por elevados montantes de dívida e em que os

credores financeiros consideram os fluxos de caixa como a principal fonte de reembolso dos empréstimos e pagamento de juros.

Deste modo, as operações em regime de *Project Finance* apresentam algumas vantagens tais como o facto de acrescentar valor através da resolução de problemas de agência entre acionistas e credores, bem como entre acionistas e gestores, e melhora o processo de gestão de risco (Pinto,2017). Adicionalmente, Fight (2006) refere que a difusão do risco pode aumentar a possibilidade de sucesso do projeto uma vez que cada participante do projeto aceita determinados riscos nomeadamente operacionais e de crédito. Por outro lado, existem também algumas desvantagens referenciadas por alguns autores tais como (i) caro de organizar pois envolve o estabelecimento da empresa do projeto (SPV), a formação de um consórcio de acionistas e credores, a obtenção de acordo com um conjunto complexo de acordos contratuais entre as partes envolvidas e a organização de documentação dispendiosa (Brealey *et al*,1996). Já Esty (2004) refere que criar uma empresa de projeto independente leva mais tempo (de 6 a 18 meses a mais), implica custos de transação significativamente maiores e, na maioria dos casos, envolve taxas de dívida mais altas do que o financiamento do mesmo ativo como parte de um balanço patrimonial existente.

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos, nomeadamente a introdução, a revisão bibliográfica, a metodologia, o estudo de caso e por fim a conclusão e as respectivas recomendações. Nesta primeira parte são apresentados os objetivos, importância deste estudo e as respetivas questões de investigação.

No segundo capítulo, será feita a revisão da literatura sobre o orçamento, *beyond budgeting* e *project finance*, destacando as suas origens, principais vantagens e desvantagens e as respectivas características. É efetuado um resumo de estudos efetuados por outros autores sobre o modelo *beyond*

budgeting. Este enquadramento teórico serve como base para o trabalho empírico e tem como principal objetivo sustentar a investigação assim como o estudo de caso. No capítulo seguinte é apresentada a metodologia usada para a elaboração deste trabalho, assim como os mecanismos utilizados para a recolha de toda informação.

O quarto capítulo diz respeito ao estudo de caso propriamente dito onde faz-se a apresentação da empresa em estudo neste caso a ASCENDI, apresenta-se a sua história, visão, missão e valores. Com base na informação recolhida faz-se a descrição do modelo actual de orçamentação da empresa assim como a identificação de pontos fortes e fracos. Por fim, no quinto capítulo são apresentadas as principais conclusões, as limitações encontradas e recomendações.

Capítulo 2

Revisão Bibliográfica

2. Orçamento

O processo orçamental ganhou destaque entre os anos 1950 e 1960, quando algumas empresas no mercado começaram a utilizar esta ferramenta nas suas operações e, a partir daí, expandiu-se mundialmente. Contudo, tem sido alvo de inúmeras críticas quanto à sua utilidade. Alguns autores, como Hope e Fraser (2003) defenderam que as empresas deveriam encarar a realidade, pois o orçamento é uma grande barreira comportamental para o futuro. Por outro lado, alguns autores como Libby e Lindsay (2010) afirmaram que, historicamente, os orçamentos têm desempenhado um papel importante no controlo de gestão. Já de acordo com Wright *et al.* (1995), os orçamentos faziam parte do processo de planeamento que toda a empresa precisa executar, a fim de prever as necessidades dos funcionários e dos clientes, além de seu bom funcionamento. Os autores referem que “dirigir uma empresa sem olhar adiante é tão perigoso quanto dirigir um carro sem olhar pelo retrovisor.”

Para Horngren *et al.* (2005), o orçamento é definido como uma expressão quantificada de um plano de ação de gestão para um determinado período, e um suporte à coordenação do que é necessário para a implementação do plano.

Já Shim *et al.* (2012) definem orçamento “... como a expressão formal do plano, metas e objetivos da administração, que abrange todos os aspetos das operações por um período designado”.

De acordo com Ibid (2005), citado por Ostergren & Stensaker(2011), o orçamento é descrito como parte integrante dos sistemas de controlo de gestão que visa promover a coordenação e a comunicação entre subunidades da empresa, fornecer uma estrutura para avaliar o desempenho e, finalmente, motivar os gestores e outros colaboradores.

Neste seguimento, Hope et al. (2003), afirmaram que os orçamentos começaram na década de 1920 como ferramentas para gerir os custos e fluxos de caixa em grandes organizações industriais como DuPont, General Motors, ICI e Siemens. Somente na década de 1960 eles se transformaram em contratos de desempenho fixo. O mesmo pode ser definido não tanto quanto um plano financeiro, mas como o processo de gestão de desempenho que nos leva para esse plano assim como à própria execução.

Por outro lado, o orçamento tradicional não representa bem um exemplo de planeamento, pois é considerado por muitos analistas como um mau instrumento de comunicação da estratégia da organização, pois os objetivos e as respetivas ações não estão explícitos no orçamento o que faz com que os colaboradores não estejam alinhados com a estratégia da organização (Tabela 1). Em alternativa podemos usar outras ferramentas de controlo de gestão como por exemplo o *Balanced Scored Card*, como meio de comunicar a estratégia e os objetivos da organização.

“Budgeting is an unnecessary evil.”

Dr. Jan Wallander, Honorary President, Svenska Handelsbanken

Orçamento		
	Explícito	Não Explícito
Objetivos		X
Indicadores	X	
Metas	X	
Ações		X

Tabela 1. Palavras explícitas e não explícitas no orçamento

Fonte: Elaboração Própria

Ainda assim, alguns autores, tais como Ekholm & Wallin (2000) citados por Mejzini & Seidel (2015), elaboraram um estudo em algumas empresas suecas com o objetivo de auferir a importância dos orçamentos, tendo encontrado evidências de que a maioria das empresas estudadas ainda usam o modelo do orçamento tradicional, bem como que os gestores ainda consideram os orçamentos indispensáveis na gestão do dia a dia da empresa. No entanto, sempre há espaço para melhorias das abordagens orçamentais existentes no sentido de desenvolver um processo orçamental mais flexível e melhorado.

De seguida, será feita uma abordagem sobre os vários métodos de orçamentação existentes, suas principais características assim como as respectivas vantagens e desvantagens.

2.1 Métodos de orçamentação

2.1.1 Orçamento incremental

Para a CIPFA (The Chartered Institute of Public Finance and Accountancy, 2009), uma característica fundamental da abordagem é que a preparação do orçamento é um processo de negociação e compromisso. “O orçamento

incremental é, portanto, baseado em uma visão fundamentalmente diferente da tomada de decisão do que em abordagens mais racionais.”

De acordo com Shim et al. (2012), o orçamento incremental analisa o aumento do orçamento em termos monetários ou percentagens, sem considerar todo o corpo acumulado do orçamento. Há também incrementos independentes e auto-justificados de projetos. Cada um deles especifica a utilização de recursos e os benefícios esperados. Um projeto pode ser segregado em um ou mais incrementos. São necessários incrementos adicionais para concluir o projeto.

O orçamento do ano anterior para um departamento ou divisão é transportado para o próximo orçamento anual. É ajustado para fatores conhecidos, como novos requisitos legislativos, recursos adicionais, desenvolvimento de serviços, inflação antecipada de preços e salários e assim por diante. É conhecido como orçamento incremental porque o processo se preocupa principalmente com os ajustes incrementais (ou marginais) da atual provisão orçamentada (Pidgeon,2010).

Deste modo, Pidgeon (2010) salienta algumas vantagens deste modelo, tais como: (i) facilidade na elaboração e compreensão, pois assenta numa retrospectiva; e (ii) é administrativamente direto e, portanto, barato. Por outro lado, tem também algumas desvantagens, como: (i) o facto de tender a ser mais reativo do que proativo; (ii) não permite uma visão geral do desempenho; (iii) concentra-se mais no orçamento anterior do que nos requisitos e objetivos operacionais futuros; (iv) não ajuda os gestores a identificar a 'folga' orçamental; e (v) é, muitas vezes, sustentado por dados ou provisão de serviços que não são mais relevantes ou são inconsistentes com novas prioridades.

2.1.2 Orçamento Base Zero

Teve a sua origem em 1970 por Peter Phyrre e foi implementado pela primeira vez na Texas Instruments, onde o mesmo desempenhava funções de gestor. Hermes (2013) refere que Peter Phyrre, defende que o orçamento base-zero (

OBZ), diverge do denominado orçamento tradicional, onde são alocadas ou reduzidas verbas/recursos diretamente as atividades, sem análise destas ou a eficácia dos recursos consumidos. Nesse orçamento, os valores acumulados durante determinado período servem de base para orçamentos futuros. No caso do OBZ as atividades são sempre analisadas, discutidas, adaptadas ou modificadas tendo como objetivo o uso dos recursos suficientes para a realização da atividade, conduzindo a melhoria contínua e colaborando para a geração do valor agregado. Esta ferramenta é elaborada de raiz; isto é, não considera os períodos anteriores quando se elabora o orçamento. Contudo, depois de alguns anos este modelo caiu no esquecimento por conta de equívocos em sua interpretação.

Tal como refere Pyhrr (1981), “O processo exige que cada gestor justifique detalhadamente todas as dotações solicitadas em seu orçamento, cabendo-lhe justificar onde gastará o dinheiro”.

Neste seguimento, Margerin (1991) refere que o orçamento base zero é um processo de planificação e de orçamentação exigindo que cada gestor de um centro de decisão justifique detalhadamente, e desde sua origem, todas as rubricas do orçamento de que é responsável, e que justifique a necessidade de efetuar uma determinada despesa.

Por outro lado, para Hope et al. (2003), o orçamento de base zero começa com uma folha de papel em branco em relação às despesas discricionárias. O mesmo provou ser um exercício útil (embora geralmente único) para rever as despesas indiretas discricionárias. No entanto, o processo mostrou-se ser tão burocrático e demorado que poucas empresas o usaram mais de uma vez. Além disso, como o orçamento tradicional, o mesmo basea-se na pesquisa organizacional, reforçando as barreiras funcionais e falhando em concentrar-se nas oportunidades de melhoria dos processos de negócios.

O orçamento base zero, assente numa abordagem diferente da incremental, parte da base de que nenhuma linha de orçamento deve ser transportada de um período para o outro simplesmente porque elas ocorreram anteriormente. Em vez disso, tudo o que está incluído no orçamento deve ser considerado e justificado (Pidgeon, 2010).

Segundo Shim *et al* (2012), o orçamento base zero aumenta a eficácia, eficiência e combina os níveis de serviço com os recursos disponíveis. Cada gestor deve justificar uma solicitação de orçamento em detalhes, começando com um saldo zero. Pode também reduzir os custos de produção, serviço e operação.

2.1.3 Orçamento baseado nas actividades

De acordo com Shim *et al* (2012), o *Activity-based budget* (ABB) estima custos para actividades individuais. O orçamento tradicional é um orçamento funcional, porque o foco está na preparação de orçamentos por função, como produção, vendas e suporte administrativo. As organizações que implementaram sistemas de custeio baseado em actividades (ABC) usam, geralmente, esses sistemas como veículo para preparar orçamentos baseados em actividades que se concentram no custo orçamentado das actividades necessárias para produzir e vender produtos e serviços.

Para Pidgeon (2010), o orçamento baseado em actividades é uma abordagem desenvolvida a partir do custeio baseado em actividades usado no setor privado. Em vez de assumir que os custos indiretos estão relacionados a volumes de produção ou serviço, a técnica tenta identificar o que gera custos, vinculando os custos indiretos às actividades. Isso fornece informações mais robustas para a preparação do orçamento, pois as mudanças planeadas na produção ou no serviço podem ser relacionadas com as mudanças nos custos. Deste modo, o

modelo apresenta vantagens tais como: (i) a identificação do custo das atividades; (ii) permite alocação de recursos em diferentes níveis de atividade; (iii) estabelece um vínculo entre tomada de decisão e comportamento de custo; e (iv) encaixa-se nos sistemas de controlo. Paralelamente, tem como desvantagens o facto de poder haver problemas na definição de fatores de custo, não ser possível monitorar com frequência a curto prazo e requerer uma revisão total da contabilidade de uma organização e possivelmente da gestão de sistemas.

2.1.4 Orçamento contínuo (*Rolling Forecast*)

De acordo com Shim et al. (2012), *Rolling Forecast*, também chamado de orçamento contínuo, é um orçamento baseado em revisões regulares (i.e., revisto continuamente). Normalmente, uma empresa estende esse orçamento por mais um mês ou trimestre, de acordo com novos dados a medida que o mês ou trimestre atual termina. Por exemplo, se o orçamento for de 12 meses, um orçamento para os próximos 12 meses estará disponível continuamente a cada mês que termina. Essa abordagem mantém os gestores focados pelo menos um ano antes, para que não fiquem muito restritos aos resultados de curto prazo.

Deste modo, as previsões contínuas direcionam a atenção dos gestores para o futuro e garantem que o planeamento seja contínuo, em oposição a um exercício anual. O orçamento contínuo elimina amplamente o problema de revisão do orçamento. A revisão frequente de planos é necessária por essa abordagem.

Pidgeon (2010) define o orçamento contínuo como um orçamento atualizado constantemente, adicionando um período adicional, por exemplo, um mês ou trimestre e removendo o período mais antigo. Portanto, um processo de *rolling over* trimestral significaria que um orçamento seria preparado a cada três meses, cada vez que avançasse por um ano. O primeiro trimestre seria planeado em grandes detalhes e os restantes, menos, refletindo a incerteza sobre o longo prazo da organização.

De acordo com a CIPFA (2006), "do lado do controlo, o orçamento fornecerá um padrão mais confiável para avaliar o desempenho". Assim sendo, pode-se dizer que é um sistema de projeção financeira utilizado para projetar continuamente as tendências dos resultados financeiros sem definir metas.

Neste seguimento, as principais vantagens apresentadas por este modelo de orçamentação dizem respeito ao facto de reduzirem a incerteza no orçamento, o que é importante em indústrias altamente voláteis, onde os níveis de vendas e preços podem variar. Adicionalmente, obriga os gestores a reavaliar o orçamento com frequência e produzem orçamentos mais realistas que contribuem na motivação dos colaboradores. Neste caso, o planeamento e o controlo serão sempre baseados em informações atualizadas que abrangem um período significativo no futuro. Porém, consome muito tempo e recursos, os gestores podem considerar a revisão constante dos orçamentos perturbadora e a atualização contínua pode não ser justificada quando as alterações não são contínuas.

2.1.5 Orçamento flexível

O orçamento flexível é o mais usado pelas empresas, pois segundo Shim *et al.* (2012), permite variabilidade nos negócios e mudanças inesperadas. É de natureza dinâmica e não estática. Orçamentos flexíveis ajustam os subsídios de orçamento à atividade real e são fáceis de preparar.

Segundo Pidgeon (2010), um orçamento flexível, no entanto, foi projetado para ser alterado de acordo com as variações do nível de atividade. Na fase de preparação, custos variáveis e semi-variáveis são identificados, alterando o orçamento conforme os níveis de atividade mudam. Normalmente, esse tipo de orçamento é usado em indústrias de manufatura, onde pode haver alterações nos níveis de produção planeados, o que resulta em alterações nos orçamentos necessários para matérias-primas ou componentes.

Deste modo, tendo em conta que o orçamento tradicional é elaborado para um nível de atividade, o orçamento flexível é elaborado para um conjunto de atividades que a empresa poderá desenvolver. Para a implementação de um orçamento flexível, a empresa deve decidir como vai responder a uma série de condições (Vanderbeck, 2010).

2.1.6 Orçamento estático (fixo)

Para Shim *et al* (2012), o orçamento estático (fixo) é usado quando uma empresa é relativamente estável. O problema com um orçamento estático é que ele não tem flexibilidade para se ajustar a mudanças imprevisíveis. Eles são criticados por serem ineficazes em um mundo em rápida mudança. Adicionalmente, Pidgeon (2010), refere que a maioria dos orçamentos de empresas detidas pelo Estado pode ser considerada fixa, já que o nível de recursos geralmente determina o nível de atividade e prestação de serviços. Esses níveis de recursos geralmente são estabelecidos antes do exercício financeiro. Embora descritas como fixas, elas podem variar através de revisões feitas para refletir as circunstâncias em mudança (ou seja, através das rodadas trimestrais de monitorização).

Assim, de forma a analisar qual método de orçamentação é o mais adequado para um determinado tipo de empresa, foi feita uma compilação das principais vantagens e desvantagens de todos os modelos de orçamentação acima apresentados (tabela 2).

	Vantagens	Desvantagens
Incremental	<ul style="list-style-type: none"> - processo barato o que faz com que seja administrativamente simples; - é de fácil elaboração e compreensão; 	<ul style="list-style-type: none"> - incentiva a inércia; - não permite uma visão de desempenho global;
Base -zero	<ul style="list-style-type: none"> - permite reduzir custos de forma eficiente; - afetação de recursos de forma mais eficiente; 	<ul style="list-style-type: none"> - burocrático, demorado; - demasiado complexo na fase de elaboração;
Baseado em actividades	<ul style="list-style-type: none"> - flexibilidade a dar resposta a imprevistos que possa surgir ao longo do exercício; 	<ul style="list-style-type: none"> - processo bastante demorado no que tange ao processo de negociação;
Rolling Forecast	<ul style="list-style-type: none"> - o planeamento e controlo passam a ter informação actualizada o que reduz a incerteza do orçamento; - o facto de os gestores serem obrigados a rever o orçamento com frequência torna-o mais realista; 	<ul style="list-style-type: none"> - exige tempo e recursos intensivos; - gestores podem por vezes achar a revisão constante do orçamento perturbadora.
Flexível	<ul style="list-style-type: none"> - podem ser ajustados a qualquer nível de actividades; 	<ul style="list-style-type: none"> - é necessário que haja um acompanhamento constante;
Fixo	<ul style="list-style-type: none"> - facilidade no planeamento e acompanhamento; - fácil de controlar os desvios orçamentários; 	<ul style="list-style-type: none"> - não se ajusta a mudanças;

Tabela 2. Principais vantagens e desvantagens das metodologias orçamentais

Fonte : Elaboração própria

Neste seguimento, e de forma a perceber melhor como os tipos de orçamentação acima apresentados são implementados nas empresas, faz-se uma descrição do processo orçamental.

2.2 O Processo Orçamental

Segundo Hope *et al.* (2003), orçamentos acrescentam muito pouco valor às organizações, pois falham em atender aos imperativos competitivos atuais e também levam a um comportamento disfuncional.

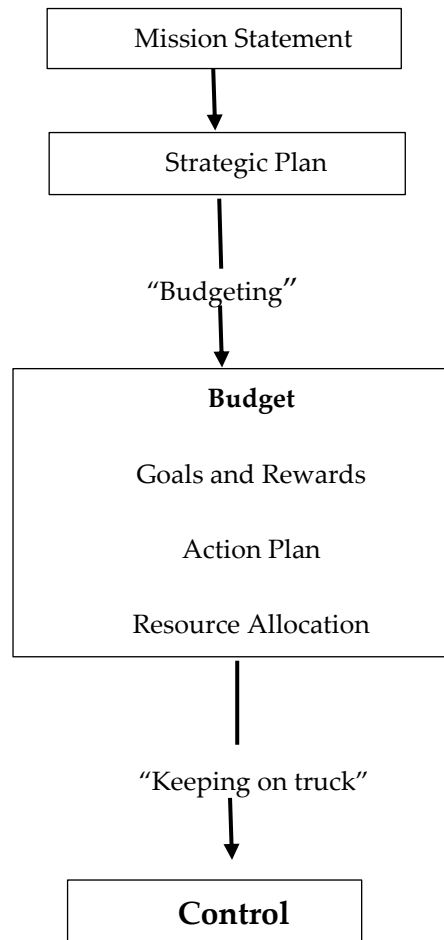


Figura 1.The Traditional Budgeting Process

Fonte: Hope, *et al* (2003)

Para Horngren (2015), as empresas bem geridas geralmente passam por quatro (4) etapas de orçamento durante o ano fiscal. A primeira etapa consiste em, planejar o desempenho da empresa como um todo baseando-se em dados históricos com a finalidade de prever as possíveis alterações do orçamento. Na segunda fase, os gestores seniores fornecem aos gestores subordinados um

quadro de referência, um conjunto de expectativas financeiras ou não financeiras específicas com as quais os resultados reais serão comparados.

De acordo com Shim *et al.* (2012), o sucesso do processo orçamental requer a cooperação de todos os níveis da organização. A preparação de um orçamento abrangente geralmente começa com o volume previsto de vendas ou serviços, que é um fator crucial que determina o nível de atividade por um período. Após a previsão das vendas, os custos de produção e as despesas operacionais podem ser estimados. O período orçamental varia de acordo com o tipo de negócio, mas deve ser longo o suficiente para incluir ciclos completos de estação, produção, rotatividade de estoque e atividades financeiras. As diretrizes orçamentais preparadas pela gestão de topo são transmitidas por níveis sucessivos na empresa. Os gestores de cada nível podem fazer acréscimos e fornecer mais detalhes aos subordinados. Os gestores de cada nível preparam os planos para os itens sob seu controlo. As seis etapas do processo orçamental são:

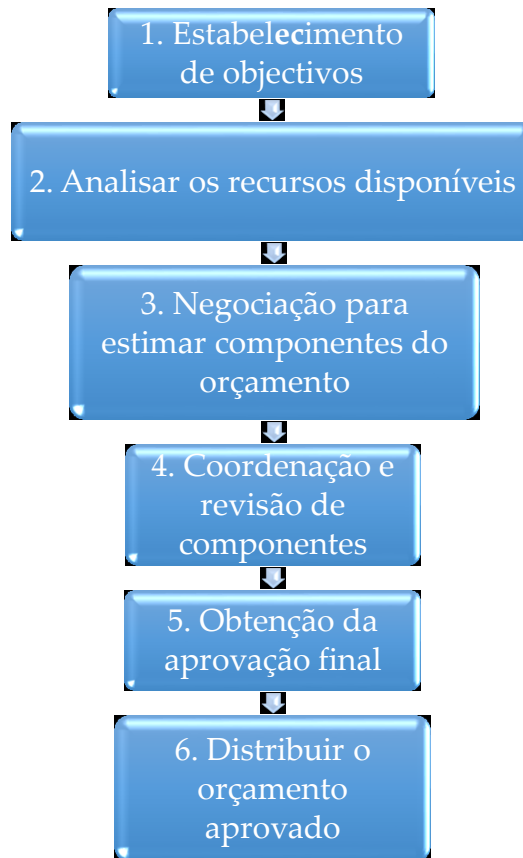


Figura 2. Etapas do processo orçamental

Fonte : Shim *et al* (2012) – Adaptado

2.3 Vantagens e desvantagens do Orçamento

Segundo Hope et al (2003), existem três fatores principais que contribuíam significativamente para a insatisfação atual com a prática do orçamento tradicional, nomeadamente: (i) orçamento é um processo complicado, pesado e demasiado caro; (ii) o orçamento está em descompasso com o ambiente competitivo e não atende mais às necessidades dos executivos ou gestores operacionais; e (iii) a problemática do “*gaming the numbers*” subiu para níveis inaceitáveis.

Adicionalmente Ostergren *et al.* (2009), salientam que as empresas que dependem somente dos orçamentos geram consequências comportamentais negativas, tais como: 1) falha em criar um clima de alto desempenho com base

no sucesso competitivo, porque tem como medida definitiva de sucesso ou desempenho metas/objetivos fixos; 2) falha em capacitar as pessoas a agir, fornecendo a elas recursos, porque os recursos foram comprometidos para o período orçamentário.

Por outro lado, autores como Horngren (2015), defendem que os orçamentos são parte integrante dos sistemas de controlo de gestão. E que, quando os mesmos são administrados cuidadosamente pelos gestores apresentam as seguintes vantagens: (i) promover coordenação e comunicação entre subunidades dentro da empresa; (ii) fornecer uma estrutura para avaliar o desempenho e facilitar a aprendizagem; (iii) motivar gestores e outros colaboradores.

Já de acordo com com Leitch (2003), o orçamento exige um grande esforço da equipe financeira e da gestão pois as negociações geralmente se prolongam por meses; a medida que o ano passa, mais esforços são necessários para calcular, explicar e discutir as crescentes variações entre o orçamento e os resultados reais; o processo é demorado e desgastante. Mais ainda, os orçamentos são um meio de comunicar metas, fornecer flexibilidade dentro dos limites e alocar recursos. No entanto, eles fazem isso usando metas que são fixadas por um ano, mesmo que as condições mudem; assim por esse e outros motivos, o orçamento apresenta um mau desempenho.

Neste seguimento, o orçamento faz a ligação entre objetivos e recursos; comunica aos gestores o que se espera deles (quaisquer problemas na comunicação e nas relações de trabalho são identificados); estabelece diretrizes na forma de um roteiro para seguir na direção certa; melhora a tomada de decisões na empresa porque a ênfase está em eventos futuros e oportunidades associadas; incentiva a delegação de responsabilidades e permite que os gestores se concentrem mais nas especificidades de seus planos, sejam realistas quanto aos planos e em como esses planos podem ser efetivamente alcançados;

e, por fim, incentiva os colaboradores a pensar em como tornar as operações e os recursos mais produtivos, eficientes, competitivos e lucrativos. Isso leva à redução de custos (Shim *et al.*, 2012).

De forma a perceber melhor as vantagens e desvantagens em relação as partes envolvidas neste caso os CFO's e os gestores operacionais, no processo de preparação e elaboração do orçamento, foi criada a tabela 3.

	Vantagens	Desvantagens
CFO's	- É uma maneira para vincular os gestores operacionais a contratos de desempenho fixo (metas fixas reforçadas por incentivos);	- Sabem que o processo é bastante moroso e adiciona pouco valor à organização;
Gestores operacionais	- gostam da existência de uma almofada de conforto " <i>knowing where they stand</i> ";	- Estão preocupados com o tempo que se gasta no processo orçamental, e mais importante ainda que as métricas de avaliação de desempenho fixas podem levar à paralisia de tomada de decisões e contabilidade maquilhada ao invés de ações decisivas e reporte ético.

Tabela 3. Vantagens e Desvantagens CFO's Vs. Gestores

Fonte : Hope, *et al* (2003)

De forma a dar resposta as críticas acima apresentadas por vários autores, em relação ao uso do orçamento tradicional, segue infra a abordagem de um novo modelo de orçamentação denominado *beyond budgeting*.

3. Modelo *Beyond Budgeting*

O *Beyond Budgeting* (BB) surge em 1998, com o objetivo de oferecer uma nova alternativa de modelo de gestão com base em princípios e ferramentas alternativas que forneçam velocidade, inovação, ética e custos baixos às organizações (BBRT – Beyond Budgeting Round Table).

Para Hope *et al.* (2003), o BB não é um conjunto de ferramentas projetado para corrigir um problema específico com os orçamentos. Mas sim, um conjunto coerente de processos alternativos que oferece suporte a metas e recompensas relativas, planeamento contínuo, alocação de recursos de forma mais coerente, coordenação dinâmica entre empresas e uma rica variedade de controlos multiníveis.

A metodologia do *Beyond Budgeting*, engloba 12 princípios que estão divididos em dois grupos, nomeadamente: (i) descentralização; e (ii) liderança e processo de gestão de desempenho. Estes princípios podem levar anos para serem adaptados pela organização, pois requerem uma mudança em toda a organização. O BB, permite às organizações uma definição de metas ambiciosas, estabelecimento de planos com *forecasts* mais credíveis, uma ação contínua e flexível e também uma projeção de *drivers* de valor e não outputs de resultados.

O *Beyond Budgeting*, surge como forma de solução às críticas apresentadas pelos gestores em relação ao uso do orçamento tradicional, pois propõe um modelo de gestão mais descentralizado, o que conseqüentemente cria mais autonomia, torna o processo de tomada de decisão muito mais rápido no seio da organização. Contudo, é de salientar que este processo de implementação de todos os princípios não é tarefa fácil, pois pode levar meses e por vezes anos.

Deste modo o *Beyond Budget Round Table* (BBRT) define o modelo como: "*Beyond Budgeting is about rethinking how we manage organizations in a post-industrial world where innovative management models represent the only sustainable*

competitive advantage. It is also about releasing people from the burdens of stifling bureaucracy and suffocating control systems, trusting them with information and giving them time to think, reflect, share, learn and improve. Above all it is about learning how to change from the many leaders who have built and managed 'beyond budgeting' organizations".

De acordo com o BBRT (2016) o BB representa uma filosofia de gestão e não uma receita da gestão. Assim sendo, os princípios não representam uma "checklist". O alinhamento entre os princípios de liderança e os processos de gestão é um elemento-chave do BB; sem essa coesão, as organizações correm o risco de ter graves desconexões entre o que é dito e o que é feito, o que é perigoso para qualquer organização. Isso explica o foco duplo dos 12 princípios, que estão divididos em dois (2) grupos nomeadamente os princípios de liderança e gestão de desempenho, que de seguida se desagregam.

Princípios de Liderança ou Descentralização do poder:

- 1. Propósito** - envolver e inspirar as pessoas em torno de causas nobres e **não** em metas financeiras de curto prazo.
- 2. Valores** - governar por meio de valores compartilhados e bom senso, e **não** através de regras e regulamentos detalhados.
- 3. Transparência** - tornar as informações abertas para autorregulação, inovação, aprendizado e controle, **não** as restringir.
- 4. Organização** - cultivar um forte senso de pertença e organizar-se em torno de equipas responsáveis, **evitar** o controlo hierárquico e burocrático.
- 5. Autonomia** - confie nas pessoas com liberdade de ação, **não** castigue a todos se alguém abusar.
- 6. Clientes** - conecte todos que trabalham com as necessidades dos clientes, **evite** conflitos de interesse.

Princípios de Gestão ou Flexibilização de processos:

7. **Coordenação** - organize processos de gestão dinâmicos em torno de ritmos e eventos de negócios **não** apenas em torno do ano civil.

8. **Metas** - defina metas direcionais, ambiciosas e relativas, **evite** metas fixas e em cascata.

9. **Planos e Previsões** - torne o planeamento e a previsão de processos enxutos e imparciais, **não** exercícios rígidos e políticos.

10. **Alocação de recursos** - promova um conjunto de custos consciente e disponibilize os recursos conforme necessário, **não** por meio de alocações anuais detalhadas do orçamento.

11. **Avaliação e desempenho** - avalia o desempenho de forma holística e com *feedback* de colegas para aprendizado e desenvolvimento, **não** se baseia apenas em medições e **não** apenas em recompensas.

12. **Recompensas** – recompensa o sucesso compartilhado contra a concorrência, **não** contra contratos de desempenho fixo.

3.1 Vantagens e desvantagens do modelo Beyond Budgeting

De acordo com Hope *et al.* (2003), além do orçamento, o BB oferece benefícios aos investidores e fortalece o governo das empresas. Somente as oportunidades de redução de custo costumam ser suficientes para apresentar argumentos convincentes. A melhoria do governo das empresas é fortalecido por meio de maior transparência e erradicação das *gaming practices* que são tão difundidas em muitas organizações atualmente.

Para Ostergren (2009), a implementação do *Beyond Budgeting* reduz a integração vertical, pois gera uma integração mais horizontal, na medida em que os gestores dos vários departamentos têm mais contacto entre si e devido a alocação dinâmica de recursos. Todavia, o mesmo argumenta que existem

alguns desafios que surgem, normalmente, ao longo da implementação do BB, nomeadamente: (i) o problema da ambição/meta - a ambição é definida pelos concorrentes, e não pelos gestores descentralizados. Isso é feito para garantir o melhor possível (nível de ambições elevado). No entanto, isso também pode levar os gestores de topo a pressionar excessivamente os gestores operacionais, ou seja correm o risco de definir metas irrealistas ; (ii) o problema do jogo de sob - otimização - refere-se a novos jogos em potencial que surgirão com as novas condições. Mesmo que o jogo do orçamento tradicional tenha desaparecido, novos jogos em torno da alocação dinâmica de recursos podem aparecer. Um exemplo é se os critérios usados para aceitar projetos envolvem dimensões subjetivas abertas a interpretação; e (iii) o problema da mudança de colaboradores - refere-se a uma situação em que um departamento corre o risco de não receber nenhum projeto e, em seguida, o que pode ser feito com os funcionários?.

Adicionalmente, Leitch (2003) fundamenta que uma das melhores vantagens do *beyond budgeting* é o facto de a revisão da direção da empresa não ser apenas anualmente, mas sim frequentemente ao longo do ano e assim passa a ser uma empresa com planeamento adaptativo em vez de metas fixas. Deste modo, o investimento do acionista está sendo tratado com mais cuidado e atenção. Por outro lado, as empresas que abandonaram o uso dos orçamentos tendem a descentralizar as unidades voltadas para o cliente, centralizando as funções de suporte e transferir a autoridade para a tomada de decisões. Isso exige um estilo de controlo interno que faça com que as pessoas sintam-se confiáveis e capazes de decidir as coisas por si mesmas.

3.2 A adoção do modelo BB

Para Hope *et al* (2003), o modelo de BB pode ser aplicado em qualquer organização, de qualquer setor de atividade, quer empresas financeiras, quer não financeiras. Existem algumas empresas que já adotaram este modelo como por exemplo, a empresa sueca **SKF**, líder mundial em rolamentos; o **Svenska Handelsbanken**, um banco sueco de renome mundial; a **Borealis A/S**, uma companhia dinamarquesa, quarta maior empresa petroquímica do mundo; o **IKEA**, um grupo sueco de produção e venda de móveis. Em Portugal, temos o caso da **NORS**, uma empresa vocacionada em soluções de transporte e equipamentos de construção.

No caso da Borealis A/S, verifica-se que o orçamento foi substituído por dois outros instrumentos de gestão, a partir do desmembramento das suas funções, a saber: 1) a função de gestão de desempenho: foi implantando o *Balanced Scorecard* e 2) função de projeção financeira: foi criado o *Rolling financial Forecast*.

Um dos casos mais eminentes, foi o do banco Sueco Svenska Handelsbanken que por volta de 1972, tomou a decisão de abandonar o orçamento tradicional em virtude da sua insatisfação e com as suas consequências não desejáveis. A única meta do Banco é a de proporcionar aos acionistas retorno superior ao dos seus pares do mesmo ramo; e tem superado constantemente todos os seus rivais na Europa. O modelo de gestão é totalmente descentralizado (figura 3) como a maior fonte da sua vantagem competitiva e um elevado nível de transparência. A avaliação de desempenho é feita tendo em conta o desempenho de filiais de outras regiões e de outros bancos.

Neste sentido , de acordo com Leitch (2003) as empresas que adotaram este modelo atingiram os seguintes ganhos : (i) economia de tempo na equipe financeira e em toda a gestão, com menos tempo gasto em atividades orçamentárias que não acrescentam valor a empresa e mais tempo gasto ajudando os gestores nas decisões e análises; (ii) maior capacidade de resposta e foco no cliente; e ,(iii) capacitação mais bem-sucedida.

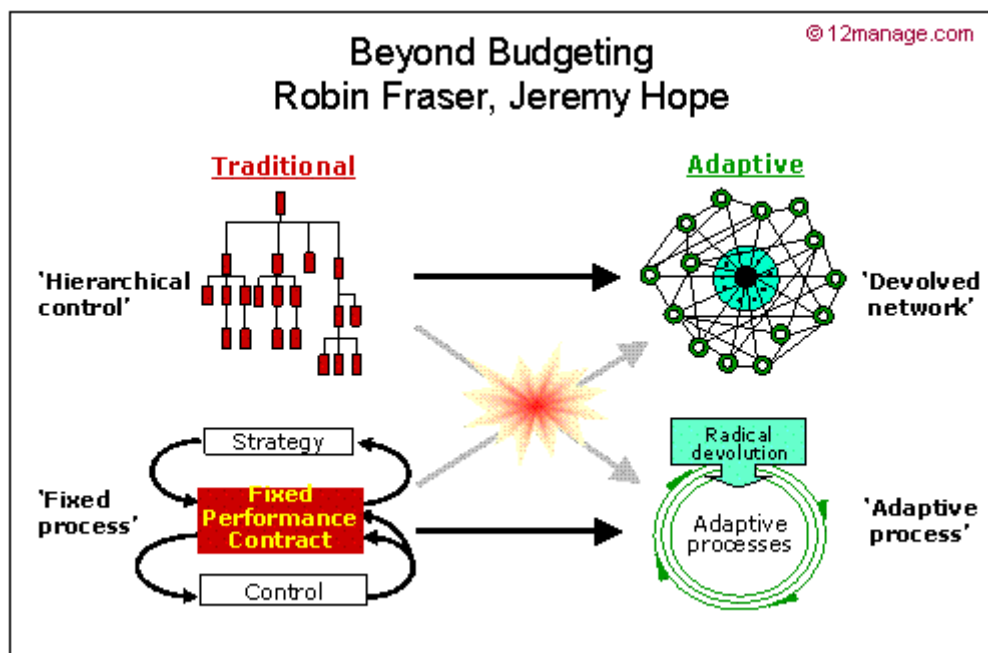


Figura 3.BB Vs. Orçamento Tradicional

Fonte: Hope & Fraser

4. Project Finance

“Project financing is not a new financing technique. Venture-by-venture financing of finite-life projects has a long history; it was, in fact, the rule in commerce until the 17th century” (Finnerty, 2007). Deste modo, Megginson (2010) acrescenta que o uso do *project finance* para financiar recursos naturais, energia elétrica, transporte e outras infra-estruturas em todo o mundo aumentou constantemente nas últimas quatro décadas, desde seus primórdios modernos que financiaram o desenvolvimento dos campos de petróleo do Mar do Norte durante os anos 1970. Adicionalmente Gatti (2008) refere que o *projet finance* é uma técnica que já era comum durante o império romano. Era usado para importar e exportar mercadorias que se deslocavam de e para colônias romanas. No entanto, o *projet finance* moderno remota ao desenvolvimento de ferrovias na América entre 1840 e 1870. Nos anos 1930, a técnica foi usada para financiar a exploração de petróleo e posteriormente perfurar poços no Texas e Oklahoma. O financiamento foi fornecido com base na capacidade dos produtores de pagar capital inicial e juros por meio da receita da venda de petróleo bruto, geralmente com contratos de fornecimento de longo prazo servindo como contragarantias.

4.1 Conceito

O termo *Project Finance* foi desenvolvido pelos banqueiros para se referir a um método particular de mobilização de finanças corporativas. Os projetos que utilizam esta técnica são altamente alavancados e financiados por credores com recurso limitado ao patrocinador (Khan et al, 2003).

Para Finnerty (2007), Project Finance (PF) pode ser definido como o processo de captação de recursos financeiros, assente numa empresa e vínculo juridicamente independente e criada exclusivamente para implementar um determinado projeto, em que a dívida é sem recurso ou com recurso limitado

aos cash flows e ativos dos promotores do projeto. Adicionalmente, o projeto gera cash flows necessários para remunerar os capitais investidos por credores financeiros e acionistas.

Neste seguimento Gatti (2008), define PF como: "*the structured financing of a specific economic entity - the SPV, or special-purpose vehicle, also known as the project company - created by sponsors using equity or mezzanine debt and for which the lender considers cash flows as being the primary source of loan reimbursement, whereas assets represent only collateral.*"

Adicionalmente, Pinto (2017) refere que nos últimos 35 anos o *Project Finance* tem sido uma importante fonte de financiamento para projetos de investimento públicos e privados, de grande dimensão, por todo mundo. É mais comumente usado para projetos capital-intensivos como refinarias, autoestradas, oleodutos, gasodutos, infraestruturas de telecomunicações e indústrias com fluxos de caixa relativamente transparentes, em setores mais arriscados, usando financiamento de longo prazo.

Já Fight (2006) define *Project Finance*, referindo-se a grandes projetos, como a construção de projetos de infraestrutura, autoestradas, *eurotunnel*, e sistemas de aeroportos. Mais ainda, é uma técnica que tem sido usada para levantar grandes quantidades de capital e promete continuar a fazê-lo, tanto nos países desenvolvidos quanto nos em desenvolvimento, no futuro próximo.

Deste modo, o risco de crédito do projeto depende da rentabilidade esperada no projeto e no suporte de crédito indireto fornecido por terceiras entidades, através de garantias. Como resultado, os credores financeiros exigem garantias de que (1) o projeto será colocado em serviço e (2) uma vez iniciadas as operações, o projeto gerará fluxos de caixa suficientes para remunerar o capital investido. A disponibilidade de fundos para um projeto dependerá da capacidade do promotor convencer os financiadores que o projeto é técnica e economicamente viável (John, 2007).

4.2 Características do Project Finance

Normalmente usado para financiar instalações e serviços públicos intensivos em capital público e privado, o *Project Finance* é um segmento de mercado financeiro em crescimento economicamente significativo, mas ainda pouco estudado (Alves & Pinto, 2019).

De acordo com Khan *et al* (2003), uma transação de *Project Finance* envolve a mobilização de dívida, patrimônio, capital contingente, *hedges* e uma variedade de garantias limitadas por meio de uma empresa recém-organizada, parceria ou *joint-venture contratual* (veículo de projeto). Esses compromissos e instrumentos são mobilizados por meio do veículo do projeto com o objetivo de construir uma instalação grande e com uso intensivo de capital e operar uma atividade comercial discreta. Em tal transação, os credores consideram os ativos do veículo do projeto como garantia e seu cash flow projetado para recuperação total de seus empréstimos.

Para Megginson (2010), as características distintivas do financiamento de projetos (PF) são, primeiro, que o financiamento é obtido estritamente para o próprio projeto, sem a expectativa de que o patrocinador corporativo ou governamental co-garanta o débito do projeto, pelo menos não totalmente, e, segundo, que os credores compartilhem grande parte do risco comercial do empreendimento.

Segundo Brealey *et al* (1996), as empresas em regime de PF operam com uma alta proporção de dívida em relação ao patrimônio, com os credores tendo apenas um recurso limitado ao estado ou aos acionistas em caso de inadimplência. Em acordos de financiamento convencionais, os projetos geralmente não são incorporados como empresas separadas; os arranjos contratuais não são tão abrangentes, nem os índices de endividamento são tão altos quanto os observados no caso de *project finance*; e a grande maioria dos

empréstimos oferece aos credores o recurso aos ativos dos tomadores em caso de inadimplência.

Desta forma, embora os financiamentos de projetos tenham certas características comuns, o financiamento em regime de PF envolve, necessariamente, adaptar o pacote de financiamento às circunstâncias de um projeto em particular. O pacote de financiamento definido é desenhado à medida pelos bancos de investimento envolvidos, o que se revela fundamental para o sucesso do projeto (Finnerty,2007).

De acordo com Pinto (2017), existem cinco características distintas que caracterizam uma transação em regime de PF. Primeiro, o devedor é uma empresa veículo que é financeira e legalmente independente dos promotores; ou seja, as empresas são entidades autónomas. Segundo, os credores financeiros não podem recorrer (ou recorrem de forma limitada) aos ativos e cash flows dos promotores. Terceiro, os riscos do projeto são alocados às partes que têm maior capacidade para os absorver e gerir. Quarto, o fluxo de caixa do projeto deve ser suficiente para cobrir o investimento, gastos operacionais e atender à dívida em termos de juros e o respetivo pagamento. Por fim, os cash flows do projeto são dados como garantia aos credores financeiros.

Já de acordo com Fight (2006) o financiamento de projetos é geralmente usado para se referir a uma estrutura de financiamento sem recurso ou com recursos limitados, na qual a dívida, o património e o aprimoramento de crédito são combinados para a construção e operação, ou refinanciamento, de uma instalação específica em uma unidade de capital intensivo.

Desta forma, Pinto (2017) defende que o objetivo principal do PF passa pela identificação e alocação dos riscos dos projetos, nomeadamente risco de elaboração/construção, risco operacional, risco de mercado, risco regulatório, risco de seguro, e risco cambial. O processo de gestão de risco normalmente é

baseado nos seguintes passos interligados: (i) identificação do risco; (ii) análise do risco; (iii) transferência e alocação do risco; e (iv) gestão do risco residual. Este processo de gestão de risco é crucial em transações em regime de PF, os quais devem ser devidamente identificados e alocados para criar uma ferramenta de incentivo eficiente para as partes envolvidas.

Na mesma linha de raciocínio, Gatti (2008), identifica riscos associados com a fase de pré-conclusão (risco de planejamento das atividades, risco tecnológico e risco de construção/elaboração ou de conclusão), riscos associados com a fase de pós-conclusão (risco de oferta, risco operacional e risco da procura) e, por fim, riscos associados às duas fases (risco da taxa de juro, risco cambial, risco da inflação, risco ambiental, risco regulatório, risco político, risco do país, risco legal, risco de crédito ou de contrapartida).

Para Finnerty (2007), as operações de PF incluem, tipicamente, três (3) características básicas, nomeadamente: (i) um acordo entre as partes financeiramente responsáveis para concluir o projeto e, para esse fim, disponibilizar ao projeto todos fundos necessários para alcançar a respetiva realização; (ii) um acordo entre as partes financeiramente responsáveis (tipicamente tomando a forma de um contrato para compra da produção do projeto) que, quando a realização do projeto ocorre e as operações começam, o projeto terá os fundos suficientes para permitirem que este atenda todas as suas despesas operacionais e serviço da dívida, mesmo se o projeto não for executado por motivos de força maior ou por qualquer outro motivo; (iii) cobertura de seguros feitas com seguradoras credíveis e financeiramente estáveis que, no caso de ocorrer uma interrupção na operação e de fundos para restaurar a condição operacional do projeto, garantam que os fundos necessários serão disponibilizados através dos seguros, adiantamentos contra entregas futuras ou outros meios.

4.2.1 Elementos básicos de Project Finance

Existem várias partes envolvidas na estruturação de um típico *project finance*. Como ilustra a Figura 4, além dos investidores e da empresa do projeto (SPV - Special Purpose Vehicle), essas partes geralmente incluem um ou mais patrocinadores do projeto, sujeitos laterais, fornecedores, principais clientes e um estado. Deste modo, de acordo com Fight (2006) esses vários participantes têm obrigações contratuais diferentes, o risco e a recompensa resultantes variam de acordo com a função e o desempenho dessas várias partes. Idealmente, o serviço da dívida será apoiado pela dinâmica do fluxo de caixa do projeto, em oposição aos participantes, que na melhor das hipóteses fornecem cobertura limitada. Assim, Khan et al (2003) segregam estes vários participantes em duas categorias, nomeadamente (i) participantes que aparecem em todas as operações de project finance e , (ii) participantes que aparecem apenas em algumas operações.

1. Patrocinadores (*Sponsors*)

Segundo Khan (2013), o patrocinador do projeto pode consistir em um indivíduo, mas é mais frequentemente organizado como uma empresa. Geralmente, ele tem alguma experiência anterior na implementação e operação do projeto que está sendo realizado. Adicionalmente Fight (2006), refere que o patrocinador do projeto é a entidade que gere o projeto. Mais ainda, o patrocinador do projeto geralmente traz experiência administrativa, operacional e técnica ao projeto; assim como pode ser obrigado a fornecer garantias para cobrir certos passivos ou riscos do projeto. Isso não é tanto para fins de segurança, mas para garantir que o patrocinador seja adequadamente incentivado quanto ao sucesso do projeto .

2. Empresa do Projecto – Special Purpose Vehicle (SPV)

A empresa do projecto é formada especificamente para construir e operar o projeto. O SPV pode ser estruturado como uma empresa de projeto local ou um consórcio de *joint venture*. Deste modo, o SPV é criado como uma entidade legal independente, que celebra acordos contratuais com várias outras partes necessárias ao projeto. Os contratos formam a estrutura para a viabilidade do projeto e controlam a alocação de riscos (Fight,2006).

3. Construtores

Segundo Khan *et al* (2003), o construtor é a entidade que constrói o projeto sob um contrato de aquisição e construção de engenharia (EPC – engineering procurement and construction contract), cujos termos garantem o preço fixo, as especificações exigidas e o cronograma de construção e as comissões associados à instalação. Já Fight (2006), acrescenta que os construtores são os engenheiros e contratados responsáveis pela concepção e construção do projeto. Qualquer uma ou todas essas partes podem fazer parte contratualmente do financiamento. O contratante é a entidade responsável pela construção do projeto; na medida em que a construção de uma instalação faz parte do projeto geral. É a principal responsabilidade na maioria dos projetos pela contenção dos custos do período de construção .

4. Financiadores

De acordo com Esty (2004) uma grande fração do financiamento necessário é geralmente em forma de dívida de um sindicato de financiadores, como bancos e instituições de crédito especializadas e, com menos frequência, dos mercados de títulos. Nesta linha de raciocínio Fight (2006), acrescenta que, o sindicato de financiadores existe porque muitas vezes um financiador individualmente não possui disponibilidade de balanço devido a requisitos de capitalização para fornecer todo o empréstimo do projeto. Outros motivos podem ser o desejo de

limitar sua exposição a riscos no financiamento ou diversificar sua carteira de empréstimos e evitar a concentração de riscos.

5. Seguradoras

Para Khan et al (2003) o patrocinador do projeto obterá toda a cobertura de seguro exigida pela lei aplicável. Além disso, os termos do contrato de serviço e as exigências dos credores geralmente resultam na necessidade de obter um portfólio mais amplo de apólices e cobertura de seguros. Em alguns casos, o patrocinador pode optar por fazer uma cobertura adicional de seguro, como o seguro contra riscos políticos, para proteger seu investimento.

6. Fornecedores e Clientes

Segundo Esty (2004) depois que a instalação do projeto for construída e estiver operacional, a empresa do projeto precisará comprar a matéria-prima necessária e vender os produtos que produz ou os serviços que fornece. Às vezes, como no caso de um *pipeline*, haverá apenas um cliente. Assim, Fight (2006) acrescenta que os fornecedores fornecem matérias-primas ou outros componentes para o projeto, uma vez que os arranjos de fornecimento são essenciais para o sucesso do projeto, os patrocinadores e os credores do projeto estão preocupados com a viabilidade econômica subjacente dos arranjos de fornecimento e a capacidade do fornecedor de executar os contratos.

7. Governo

Para Esty (2004) a empresa do projeto precisará obter uma concessão do governo para construir uma estrada ou ferrovia, ou para operar um serviço de telecomunicações. O estado também pode precisar estabelecer uma nova estrutura regulatória, garantir a conversibilidade da moeda e fornecer licenças ambientais. Adicionalmente, Fight (2006) refere que o governo é o do país em que o projeto está localizado. O governo normalmente está envolvido como emissor de permissões, licenças, autorizações e concessões. Também pode

conceder projeções de disponibilidade cambial e concessões fiscais. Em alguns projetos, o governo é o proprietário do projeto, seja majoritário ou minoritário, ou se tornará o proprietário do projeto no final de um período especificado.

4.2.1.1 Acordos Contratuais

De acordo com Brealey et al (1996) , acordos contratuais são mais de uma série de acordos bilaterais independentes. Em particular, o pacote completo de contratos precisa ser implementado antes que o financiamento da dívida possa ser garantido. Eles foram projetados para alocar todos os principais riscos apresentados por um projeto à parte que melhor possa avaliar e controlar esse risco. Como uma parte de um projeto concorda em suportar um determinado risco a um preço não proibitivo somente se tiver uma compreensão clara desse risco, a maioria dos projetos envolve tecnologias estabelecidas, como é o caso de usinas de energia, estradas e aeroportos. Por outro lado, a falha em alocar um determinado risco para a parte que é mais capaz de controlar esse risco levará a uma perda de eficiência. Por fim, existem inúmeros contratos legais: um projeto típico pode envolver 15 ou mais partes unidas em uma cadeia vertical, do fornecedor de matéria – prima ao comprador através de 40 ou mais contratos. Por esse motivo, algumas pessoas se referem ao financiamento de projetos como "financiamento por contrato"(Esty,2003).

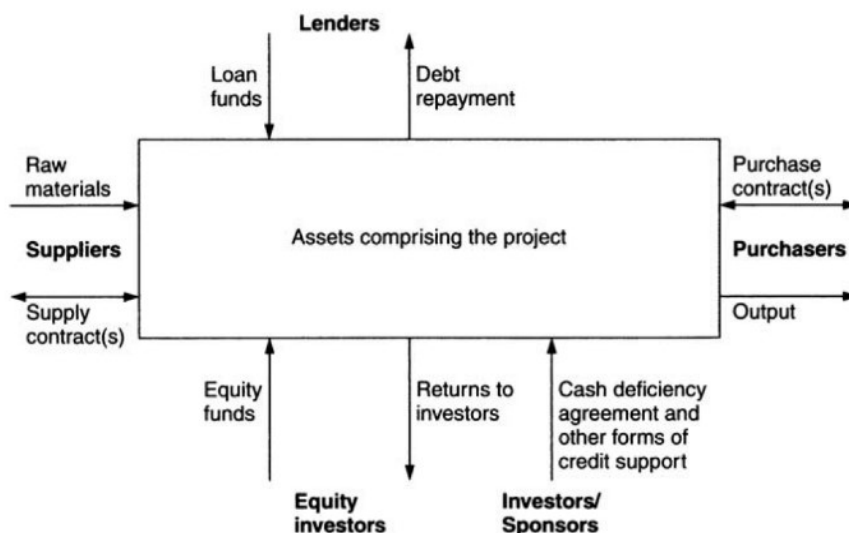


Figura 4. Elementos básicos de PF

Fonte : Finnerty,2007)

4.2.2 Modelos do Project Finance

De acordo com Khan *et al*(2003), uma operação *project finance* pode ser com base em *full-resource* (recursos completos), *limited-resource* (recursos limitados) ou *non-resource* (sem recurso). Sendo que um *full-resource* ocorre quando o patrocinador é responsável pelo pagamento da dívida do projeto, sem limitação, durante todo o prazo do empréstimo. Em contrapartida, o *limited-resource* implica um compromisso finito por parte do patrocinador além do nível do patrimônio de base comprometido. O suporte adicionado é "limitado" as ações contingentes de capital e / ou de desempenho extraídas apenas para cobrir riscos de construção e operação especificamente identificados e negociados. E um *non-recourse*, é uma forma relativamente rara de *Project Finance*.

Neste seguimento, Fight(2006) complementa que existem dois modelos, nomeadamente o *non-recourse* (sem recurso) e o *limited recourse* (recurso limitado) sendo este um dos principais fatores distintivos subjacentes ao *Project Finance*. O *non-recourse* (sem recurso) significa que não há recurso para os ativos do patrocinador do projeto para as dívidas ou passivos de um projeto

individual. Portanto, o financiamento sem recurso depende exclusivamente dos méritos de um projeto, e não da credibilidade do patrocinador do projeto; e o *limited recourse* (recurso limitado) existem obrigações e responsabilidades limitadas do patrocinador do projeto; isto é, o financiamento é um recurso limitado. O principal problema aqui não é que as garantias oferecidas atenuem totalmente o projeto, mas que envolvam o patrocinador suficientemente para o incentivar a garantir o sucesso técnico do projeto.

4.2.3 Fases do Project Finance

De acordo com Fight (2006), as operações em regime de *project finance* podem ser divididas em duas fases nomeadamente a (i) fase de construção e desenvolvimento – nesta fase, o empréstimo será estendido e o serviço da dívida poderá ser adiado, acumulando juros ou permitindo outros levantamentos para financiar pagamentos de juros antes da fase de operação. A fase de construção é o período de maior risco para os credores, pois os recursos estão sendo comprometidos e a construção deve ser concluída antes que o fluxo de caixa possa ser gerado. As margens podem ser maiores do que durante outras fases do projeto para compensar os riscos mais altos. Os riscos serão atenuados com a garantia do contrato de construção e dos títulos de desempenho relacionados; e por fim (ii) fase de operação – nesta fase, os credores terão mais segurança, pois o projeto começará a gerar fluxos de caixa. O serviço da dívida normalmente será adaptado aos fluxos de caixa reais gerados pelo projeto - normalmente uma 'percentagem dedicada' dos fluxos de caixa líquidos, através de estruturas de segurança como contas bloqueadas, será enviada automaticamente aos credores com o restante transferido para o projeto. Os termos do empréstimo frequentemente proporcionam arranjos alternativos, caso os fluxos de caixa gerem um excesso ou déficit devido a riscos econômicos ou políticos imprevistos.

4.3 Vantagens e desvantagens do Project Finance

Pinto (2017) refere que o PF acrescenta valor através da resolução de problemas de agência entre acionistas e credores, bem como entre acionistas e gestores, e melhora o processo de gestão de risco. Fight (2006) complementa, dizendo que a difusão do risco pode aumentar a possibilidade de sucesso do projeto uma vez que cada participante do projeto aceita determinados riscos nomeadamente operacionais e de crédito.

Brealey *et al.* (1996), defendem que a razão dominante da crescente importância do *project finance* de investimentos em infraestrutura é que ele aborda os problemas das agências (*agency problem*) de uma maneira que outras formas de financiamento não o fazem. Pois, (i) especializa e descentraliza a gestão; (ii) possibilita o fornecimento de incentivos separados para os gestores de projeto; (iii) impede o desperdício de fluxo de caixa livre do projeto; (iv) aumenta o escrutínio externo dos projetos; e por último (v) melhora os incentivos para a produção de informações.

Neste seguimento, Esty (2004) destaca a alavancagem como uma importante vantagem desempenhando um papel disciplinar pois, impede os gestores de desperdiçar ou alocar incorretamente o fluxo de caixa livre e impede as partes relacionadas, incluindo o estado, de tentar se apropriar. Assim, fornece forte suporte empírico a teorias de estrutura de capital baseadas na agência e na presença de contratos incompletos. Como a alavancagem mitiga esses dispendiosos conflitos de incentivo entre provedores de capital, gestores e participantes de negócios, aumenta os fluxos de caixa esperados disponíveis para os provedores de capital, estabelecendo assim um vínculo entre a estrutura de financiamento e os valores dos ativos.

Já de acordo com Alves & Pinto (2019), do ponto de vista da empresa patrocinadora, destacam-se duas consequências econômicas de uma operação

em regime de *project finance*, nomeadamente : (i) na medida em que o financiamento do projeto possa reduzir os atritos do mercado, ou seja, problemas de agência e assimetria de informações, consequentemente melhorar a gestão de riscos, e pode reduzir o custo de financiamento do patrocinador; e por outro lado (ii) é investir em um grande projeto sem um impacto substancial em seu balanço ou em sua capacidade de crédito.

Mais ainda, Finnerty (2007) aponta como uma das vantagens a obtenção de economias de escala na produção, pois a constituição de uma SPE apresenta-se como uma alternativa para a utilização do PF, ou seja, quando há mais do que um produtor pode-se beneficiar de um projeto único para alcançar economias de escala na produção. Contudo, o mesmo refere que a literatura financeira sobre PF ainda está em fase de formação. Análises cuidadosas dos verdadeiros benefícios ou vantagens do PF só recentemente começaram a aparecer.

Adicionalmente, Fight (2006) afirma que o PF se refere a um conjunto de operações complexas que envolvem muitos participantes com interesses diversos, podendo resultar em conflitos de interesses na alocação de risco entre os participantes e as negociações prolongadas, eventualmente em aumento de custos para compensar terceiros pela aceitação de riscos. Finnerty (2007) complementa que o *project finance* pode ser visto como um sistema de distribuição de riscos entre as partes envolvidas. Em outras palavras, a identificação e alocação de riscos efetivamente levam a minimizar a volatilidade das entradas e saídas de caixa geradas pelo projeto; consequentemente é vantajoso para todos os participantes do projeto, que obtêm retorno sobre seus investimentos.

Paralelamente, alguns autores como o Brealey *et al.* (1996) apresentam algumas desvantagens do PF tais como, o facto de o projecto ser (i) caro de organizar pois envolve o estabelecimento da empresa do projeto (SPV), a formação de um

consórcio de acionistas e credores, a obtenção de acordo com um conjunto complexo de acordos contratuais entre as partes envolvidas e a organização de documentação dispendiosa; para Esty (2004), criar uma empresa de projeto independente leva mais tempo (de 6 a 18 meses a mais), implica custos de transação significativamente maiores e, na maioria dos casos, envolve taxas de dívida mais altas do que o financiamento do mesmo ativo como parte de um balanço patrimonial existente; Khan *et al.* (2003) acrescentam que os credores vêem os acordos de seguro como parte da estrutura de partilha de riscos e exigem uma cobertura mais abrangente e mais cara do que seria necessário para um empréstimo comercial normal. Deste modo, podemos dizer que estas operações em regime de PF são bastante complexas e com custos de transação elevados (custos com consultores jurídicos, financeiros, fiscais, etc.). Adicionalmente, os custos de financiamento são bastante altos quando comparados com um sistema convencional de financiamento. Por último, a negociação dos acordos financeiros e operacionais consomem muito tempo.

Assim, de forma a resumir os pontos fortes e fracos em relação a operações em regime de *project finance* acima enunciadas, foi contruída uma tabela(4) com as principais vantagens e desvantagens.

Vantagens	Desvantagens
- a dívida é tratada como “off balance sheet” ou seja não entra para o balanço da empresa;	- os custos de transação são bastante elevados e consequentemente podem por vezes superar os benefícios do projeto;
- benefícios fiscais, o estado pode em alguns casos oferecer incentivos fiscais de forma a aumentar a performance do projeto;	- a contratação de seguros para mitigar riscos inerentes ao projecto são bastante onerosos;
- partilha de riscos entre os vários participantes do projeto pode contribuir para o sucesso do projeto;	- o processo de alocação de riscos aos vários participantes do envolvidos é bastante complexo e demorado;
- as colaterais estão limitadas ao activos do projeto;	- taxas de juros relativamente mais altas em relação ao financiamento convencional, pois é um processo bastante complexo e exige uma documentação extensiva;

Tabela 4. Vantagens e desvantagens do PF

Fonte : Elaboração própria

4.3.1 Riscos associados ao Project Finance

A alocação justa e equitativa de riscos entre os participantes é um elemento essencial para o sucesso do *project finance*. Adicionalmente, Khan *et al* (2003) refere que o processo de gestão de riscos é crucial para o sucesso de qualquer operação em regime de *projet finance*, e é baseado em quatro etapas intimamente relacionadas : (i) identificação de risco ; (ii) análise de risco; (iii) transferência de risco e alocação de risco ás entidades competentes (seguradoras) solicitados para cobrir esses riscos; e (iv) gestão de risco residual.

Assim, Fight (2006), refere que os riscos de financiamento de projetos são altamente específicos e é essencial que participantes como bancos comerciais, bancos de investimento, empreiteiros gerais, subempreiteiros, companhias de seguros, fornecedores e clientes entendam esses riscos, pois todos participarão de uma estrutura interligada.

1. Riscos operacionais

Segundo Khan *et al* (2003), este é o risco mais importante enfrentado pelos patrocinadores. Deste modo, os riscos operacionais são aqueles associados a (i) falha na conclusão do projeto; (ii) um atraso na construção e/ou excedente de custo; (iii) falha do projeto em cumprir as especificações técnicas, resultando em déficits na capacidade, produção, eficiência esperada, etc.; (iv) déficits nos recursos esperados (reservas); (v) ocorrência de um evento de força maior levando a um atraso na construção e excedência de custos; e (vi) indisponibilidade de pessoal qualificado, gestores e subcontratados confiáveis.

2. Risco de crédito

Este risco tem um impacto significativo na capacidade do projeto de obter financiamento. É o risco de que o mutuário não consiga pagar sua dívida aos credores. Para avaliar esse risco adequadamente, é necessário examinar os riscos associados às fontes de receita do projeto, incluindo uma avaliação, como por exemplo, se os pagamentos de um comprador podem ser interrompidos devido a uma incapacidade ou falta de vontade pagar (Khan *et al.*,2003).

3. Risco financeiro

Para Megginson (2010), uma vez que o projeto esteja em andamento, os consultores financeiros do projeto devem identificar e mitigar quaisquer riscos que possam ocorrer fora do projeto e do escopo do controle do patrocinador do projeto. Alguns desses riscos são: risco da taxa de câmbio, taxa de juro, inflação, de liquidez e preços dos produtos no mercado. Khan et al (2003) acrescentam que o risco financeiro inclui a variabilidade de (i) taxas de câmbio; (ii) taxas de juros; (iii) preços mundiais de *commodities* que, por sua vez, afetam o fornecimento de energia e as matérias-primas; (iv) reduções nos preços mundiais do produto produzido pelo projeto; (v) inflação; e (vi) tendências internacionais em comércio, tarifas e protecionismo.

4. Riscos Políticos

Para Khan *et al.* (2003) o risco político inclui vários componentes tais como, (i) alterações na legislação existente relacionadas a impostos, direitos de importação, procedimentos alfandegários, propriedade, leis de câmbio e mitigação ambiental, levando a um impacto adverso no projeto; (ii) uma futura administração pode decidir confiscar, expropriar ou nacionalizar as instalações do projeto; (iii) autorizações, licenças e outros consentimentos do governo não estão em vigor oportunamente ou não são concedidos ou mantidos; (iv) são impostas restrições à repatriação de lucros e pagamentos de juros; (v) controles ou restrições se apliquem à taxa de esgotamento das reservas do projeto; (vi) guerras, entre outras. Assim, em *project finance*, os riscos políticos são mais agudos pois o projeto pode ser apenas em concessões, licenças ou permissões governamentais sendo que, tarifas, cotas ou proibições podem ser impostas em casos de exportações.

5. Riscos de mercado

O risco de mercado torna-se significativo para projetos nos setores de transporte em que as taxas de utilização são uma fonte importante de receita do projeto. Os patrocinadores enfrentam riscos tais como, (i) o uso real ou a procura de serviços estejam abaixo dos valores previstos; (ii) desenvolvimento de concorrência inesperada; (iii) as barreiras tarifárias são mais fortes do que o previsto, afetando a capacidade de exportar; (iv) a tecnologia se torna obsoleta; e por fim (v) as novas tecnologias utilizadas pelo projeto falham completamente ou resultam em excedentes de custos devido a atrasos (Khan *et al.*,2003).

4.4 Relação entre Project Finance e Parcerias Público Privadas (PPP's)

As PPPs constituem formas de cooperação entre as administrações públicas e o sector privado e tem como objetivo modernizar a realização de infraestruturas e a prestação de serviços públicos estratégicos. Em alguns casos, as PPPs envolvem o financiamento, concepção, construção, renovação, gestão ou manutenção de uma infraestrutura; noutros, incluem a prestação de um serviço tradicionalmente a cargo das instituições públicas (Comissão Europeia, 2008). Adicionalmente, Grimsey *et al.* (2002) definem PPP's como sendo acordos em que os organismos do setor público celebram contratos de longo prazo com entidades do setor privado para a construção ou gestão de instalações de infraestrutura do setor público pela entidade do setor privado ou a prestação de serviços usando infraestrutura pelo setor privado à comunidade em nome de uma entidade do setor público. Já, de acordo com Sapte (1997), o termo parceria público-privada (PPP) não tem um significado preciso, mas é usado para descrever as várias formas de contratos ou parcerias entre o setor público e o privado no que concerne a prestação de serviços públicos.

Assim, o modelo de financiamento utilizado na maioria das PPPs é o *project finance*, pois conforme enunciado acima é o método usado em grandes investimentos públicos, como rodoviárias, centrais de energia, aeroportos, petróleos entre outros. Este tipo de investimento, surge como alternativa principalmente aos Estados, que atualmente apresentam-se endividados e com poucos recursos para investimentos em infraestrutura. Neste sentido, Gatti (2008) acrescenta que uma grande fração da iniciativa de financiamento de projetos é referente a projetos que envolvem a administração pública. Tais iniciativas são conduzidas pelo setor privado com base em contratos de concessão.

Desta forma, existem vários tipos de contratos PPP's nomeadamente: (i) a contratação de serviços – onde o setor privado é contratado em nome do setor público por um determinado período, e por preço do contrato acordado, sem que o setor privado seja obrigado a assumir qualquer risco de receita financeira; (ii) *joint ventures* – neste caso o setor privado e público assumem responsabilidade conjunta para financiar e implementar as instalações de serviço público; (iii) *Leasing* - todos ou parte substancial dos riscos associados ao financiamento, desenvolvimento e operação das instalações são assumidos pelo setor privado, com a setor público levando as instalações sob arrendamento; (iv) *Built operate and transfer projects (BOT)* – este é o tipo de PPP mais comum; neste caso o setor privado tem a responsabilidade de financiar, desenvolver e operacionalizar a infraestrutura por um período fixo, que deverá ser suficiente para permitir que o setor privado consiga pagar o financiamento feito inicialmente e conseqüentemente consiga o retorno do seu investimento; e no final do período acordado a infraestrutura é transferida para o setor privado; (v) *Build own and operate (BOO)* – onde o setor privado mantém a propriedade e o controlo da infraestrutura , sem transferência para o setor público.

Deste modo, a aceitação da participação privada no fornecimento de infraestrutura básica está crescendo em todo o mundo, em praticamente todas as áreas. A tendência deu origem a uma forma de parceria público-privada que não existia até alguns anos atrás, mas que agora é altamente formalizada. Em apoio a esta parceria, vários acordos contratuais genéricos foram desenvolvidos, particularmente em países de mercados emergentes (Khan *et al.*, 2003).

A ASCENDI é uma entidade vocacionada para a gestão de activos e para prestação de serviços de cobrança de portagens e de operação e manutenção de rodoviárias. Dado os valores envolvidos, o concurso ás concessões e a sua atribuição assenta num esquema clássico de *project finance* com duração de 30

anos, recorrendo a fundos acionistas, do Banco europeu de investimento, de Bancos comerciais (formando assim um sindicato bancário), e construtoras responsáveis pela construção das infraestruturas rodoviárias. Neste seguimento, por cada concessão são criadas duas empresas, sendo uma para a gestão da concessão e outra para a manutenção e operação da concessão.

Segundo Gimpser *et al.* (2002), os arranjos do *Project Finance* e PPP são baseados na transferência de risco do setor público para o setor privado sob circunstâncias em que o setor privado está em melhor posição para gerir o risco. Os princípios gerais são comuns a todos os setores públicos, na medida em que os projetos buscam transferir riscos do setor público para o fornecedor e oferecer um retorno lucrativo ao setor privado. No entanto, o principal objetivo do setor público é obter uma relação custo-benefício dos serviços prestados, garantindo ao mesmo tempo que as entidades do setor privado cumpram suas obrigações contratuais de maneira adequada e eficiente.

Neste seguimento, as operações de *project finance* tem sido uma grande vantagem para o Estado, pois (i) representam menor risco técnico, pois a alocação dos mesmos é feita de acordo com o *know how* de cada participante envolvido no projecto; (ii) o setor privado torna-se responsável pela concepção, construção, financiamento e exploração de determinada infraestrutura ou de um serviço, por um período de tempo específico e limitado, após o qual a infraestrutura é transferida (ou não, consoante a modalidade) para o estado.

De seguida, apresenta-se uma tabela com as principais características em comum das operações em regime de *project finance* e as parcerias público-privadas.



Figura 5. Características comuns PF e PPP's

Fonte : Elaboração própria

4.5 Relação entre Project Finance e Orçamentação

Segundo Khan (2003) uma transação de *Project Finance* envolve a mobilização de dívida, patrimônio, capital contingente, *hedges* e uma variedade de garantias limitadas por meio de uma empresa recém-organizada, parceria ou empreendimento conjunto contratual. Os projetos em regime de PF possuem um conjunto de características específicas que os distinguem dos restantes, nomeadamente:

- Duração e uma data de conclusão pré-definidas;
- Elevados montantes de financiamento e custos a estes associados;
- Contratos complexos, exigentes e com um conjunto de requisitos previamente definidos;
- Mais *covenants* que contratos de crédito tradicionais (rácios financeiros e níveis de capital mínimos exigidos);
- Acompanhamento periódico por parte de todas as partes interessadas.

Este conjunto de especificidades leva à necessidade de elaboração de orçamentos rigorosos e minuciosos, bem como à sua revisão de forma periódica, no sentido de reduzir a incerteza face aos fluxos de caixa futuros e, conseqüentemente, reduzir os riscos associados a este tipo de projetos, dando resposta às questões e preocupações de todas as partes envolvidas (Acionistas, Governo, Bancos). Neste sentido, Khan *et al.*, (2003) contempla fundamentando que os riscos devem ser identificados para determinar o impacto que eles têm nos fluxos de caixa do projeto; e os riscos devem ser alocados também com o objetivo de criar uma ferramenta de incentivo eficiente para as partes envolvidas. Se um participante do projeto assumir um risco que possa afetar negativamente em termos de receita ou financiamento, esse participante trabalhará para impedir que o risco ocorra.

Por outro lado, e conforme acima mencionado, geralmente, a complexidade dos contratos e a elevada exigência das diversas cláusulas contratuais, obriga à prestação de informação com uma periodicidade bastante reduzida e de forma bastante detalhada, clara e transparente. Estes fatores conduzem a um processo de orçamentação geralmente longo, com prazos e requisitos exigentes, bem como à revisão de todos os custos de operação e de financiamento para todo o período do projeto de forma mais ou menos periódica e recorrente.

Adicionalmente, Finnerty (2007) , fundamenta que as projeções de fluxo de caixa indicam a rentabilidade esperada do projeto, quanto fluxo de caixa se espera gerar e como esse fluxo de caixa será alocado entre os vários provedores de capital. Essas projeções também podem ser usadas para prever como a condição financeira do projeto deve mudar ao longo da vida útil do projeto. Conseqüentemente, a tabela inicial de capitalização pode ser usada em conjunto com as informações subjacentes às projeções de fluxo de caixa para preparar um conjunto de demonstrações financeiras projetadas - demonstração de

resultados, balanço patrimonial e demonstração dos fluxos de caixa - para cada ano na vida do projeto.

Capítulo 3

Metodologia

3. Metodologia

A metodologia escolhida para a realização deste trabalho foi o Estudo de Caso. De acordo com Yin (2009), é definido como uma investigação empírica que estuda um fenómeno real num contexto igualmente real, onde normalmente as fronteiras entre o próprio fenómeno e o seu contexto não se encontram bem definidas. Para isso, estudam-se acontecimentos reais com base no trabalho de campo utilizando documentos de arquivo, observações e outras informações.

Neste seguimento, para Creswell (2013), a pesquisa de estudo de caso é uma abordagem qualitativa na qual o investigador explora um sistema delimitado contemporâneo (um caso) ou sistemas limitados múltiplos (casos) ao longo do tempo, através da coleta detalhada de dados envolvendo múltiplas fontes de informação como observações, entrevistas, material audiovisual, documentos e relatórios.

Este trabalho, tem como principal objectivo responder á questão sobre a implementação do *Beyond Budgeting* em regime de *Project finance* na ASCENDI, uma empresa vocacionada para a gestão de ativos e para prestação de serviços de cobrança de portagens e de operação e manutenção de rodoviárias. Para isso, foi feita uma revisão de literatura sobre o orçamento tradicional, as principais vantagens e desvantagens , os principais modelos de orçamentação; o modelo *Beyond Budgeting*, sua origem, características, vantagens e desvantagens e por fim o *Project Finance*.

Deste modo, de forma a responder a questão de investigação, as técnicas utilizadas para recolha dos dados necessários foram: (i) observação direta e participativa – realizada durante 6 meses de estágio no Gabinete de Planeamento e Controlo (GPC), acompanhando o processo de preparação e elaboração do orçamento 2020 com o objectivo de perceber e analisar como funciona o processo orçamental da ASCENDI; (ii) análise de documentos internos - como manuais, relatórios e contas e de gestão e, informação que a ASCENDI dispõe no seu site e na intranet; por último (iii) entrevistas – efectuadas aos colaboradores diretamente envolvidos no processo orçamental para 2020.

No fim, de acordo com a informação recolhida será feita uma análise sobre a possibilidade da implementação do *Beyond Budgeting* em regime de *Project Finance*.

Capítulo 4

Estudo de caso

4. Estudo de caso - ASCENDI

No que tange à apresentação do estudo de caso, será feito um breve resumo sobre a ASCENDI, assim como a apresentação da estrutura interna da empresa de modo a perceber o modelo de negócio, e como a mesma está organizada hierarquicamente. Posteriormente, será feita uma análise crítica entre as metodologias usadas neste trabalho com o objectivo de perceber se é possível implementar o modelo “*Beyond Budgeting*” em regime de *project finance* de acordo com a questão de investigação. De seguida faz-se uma análise do processo orçamental 2020 e por fim apresentam-se as conclusões e recomendações.

4.1 Apresentação da ASCENDI S.G.P.S., S.A.

A ASCENDI, S.G.P.S., S.A. agrega investimentos em infraestruturas rodoviárias detidos em Portugal por entidades geridas pela gestora de fundos *Ardian*. O nome ASCENDI é composto pela formação de três palavras, nomeadamente ambiente, ascendente e dinâmica. A empresa tem como visão ser uma referência do setor, ao nível de produtividade e eficiência, prestando um serviço de qualidade e diferenciado aos Clientes e à Comunidade; e como missão explorar de forma inovadora e diversificada o negócio de autoestradas.

A ASCENDI é uma entidade vocacionada para a gestão de ativos e para prestação de serviços de cobrança de portagens e de operação e manutenção de rodoviárias. Quase 20 anos de experiência consolidada, é reconhecida pela sua capacidade de inovação e eficiência operacional. Atualmente, gere 6 concessões de autoestradas (figura 6), a saber: Ascendi Beiras Litoral e Alta, Costa de Prata,

Grande Lisboa, Grande Porto, Norte e Pinhal Interior; e 1 em aquisição (750 km em exploração). De salientar que, as concessões Norte, Costa de Prata, Beiras Litoral e Alta, Grande Porto e Grande Lisboa são concessões diretas do Estado Português.

A Subconcessão do Pinhal Interior é uma concessão da Infraestruturas de Portugal, S.A. (“IP”). Todas representam um volume significativo de investimento que assenta num esquema clássico de *Project Finance*, recorrendo a fundos Acionistas, do Banco Europeu de Investimento, de Bancos Comerciais e, apenas no caso da Concessão Norte, também a um subsídio do Estado Português.

Com instalações em Lisboa e no Porto (Perafita), de momento encontra-se com perto de 850 colaboradores, com uma média de idade de 38 anos e com uma antiguidade de 8 anos. Quanto ao sexo, esta divide-se em 64% de colaboradores homens e 36% mulheres (site da ASCENDI).

4.1.1 Estrutura Societária

A Ascendi é gerida pela Ardian, uma sociedade independente de investimento privado que gere ativos no valor aproximado de 90 mil milhões de dólares na Europa, América do Norte e Ásia (figura 6).

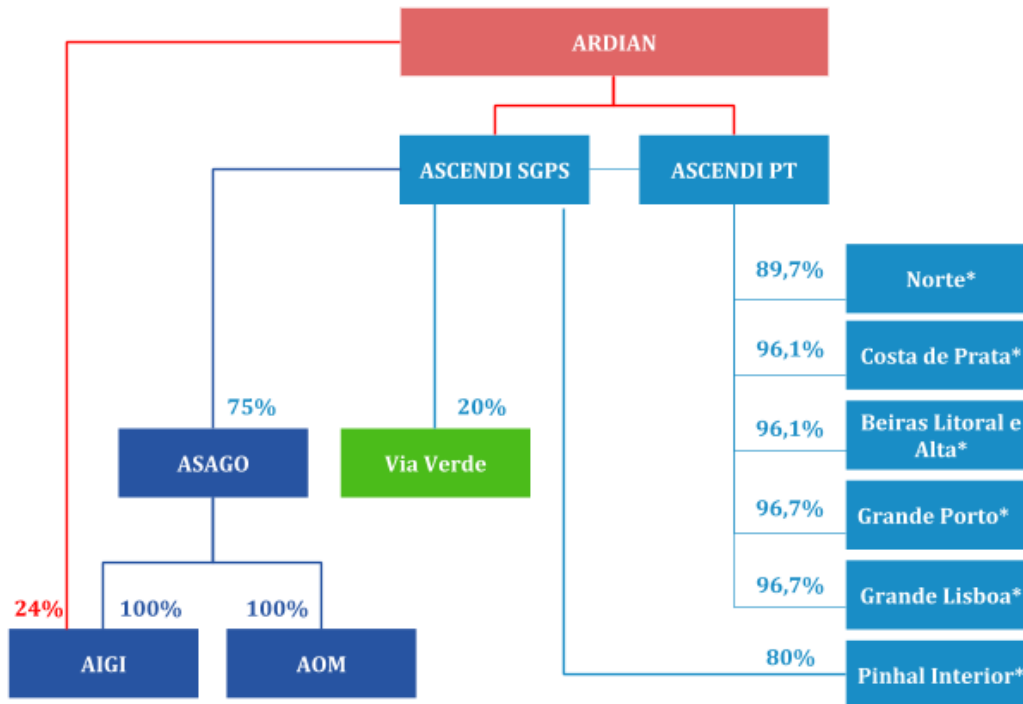


Figura 6. Estrutura Societária

Fonte: site da empresa

4.1.2 Organograma

O organograma da ASCENDI, conforme ilustra a figura 7, é tipicamente uma estrutura organizacional funcional sendo que no topo hierárquico está o Conselho de Administração e a Comissão Executiva e de seguida as áreas de suporte transversais a todos os negócios e empresas. Neste sentido, o controlo de gestão da ASCENDI é feito pelo Gabinete de Planeamento e Controlo (GPC). O mesmo é composto por seis *controllers* e todos reportam ao director da área que por sua vez reporta à comissão executiva. O GPC tem como objetivo consolidar a informação financeira, definir um sistema de gestão para toda a empresa de forma a facilitar o processo de monitorização e acompanhamento contínuo dos seus recursos, assim como a análise de possíveis desvios.



Figura 7. Organograma ASCENDI

Fonte: Intranet da empresa

4.2. O processo orçamental 2019 da ASCENDI

O processo de elaboração e preparação do orçamento é realizado pelo gabinete de planeamento e controlo (GPC), que na Ascendi desempenha um papel crucial no seu funcionamento uma vez que elabora a projeção de resultados financeiros para o ano seguinte, alocação de recursos às diversas áreas da empresa, assim como a análise e reporte de possíveis desvios orçamentais.

O processo de preparação orçamental tem o início no mês de julho e término no mês de dezembro, abrangendo e envolvendo todos os departamentos da empresa. Na fase inicial o papel do gabinete de planeamento e controlo é de organizar e preparar toda informação necessária para servir de suporte ao processo orçamental. De acordo com Hope & Fraser (2003), o processo orçamental geralmente inicia-se quatro meses antes do ano a que se refere, contudo, no caso da Ascendi começa em julho, ou seja, seis meses antes do ano a que se refere.

De forma a dividir as tarefas de preparação do orçamento e ter um melhor controlo sobre o mesmo, cada elemento do departamento de planeamento e

controlo é alocado logo de início a uma respectiva unidade de negócio, sendo que as mesmas encontram-se divididas em (i) Áreas do *back-office*, (ii) Direção de operação e manutenção e (iii) Direção de portagens (DP). Deste modo, cada elemento do controlo de gestão é responsável pelo envio de toda informação aos diretores das áreas referente ao processo orçamental e o respectivo acompanhamento.

O processo inicia-se com o envio de um email para todas as hierarquias das diversas áreas da ASCENDI, pelo Diretor do GPC a comunicar o início do processo de elaboração do orçamento com os respetivos *deadlines* de envio de toda a informação necessária, assim como as respetivas entrevistas (figura 9). Adicionalmente o GPC tem a responsabilidade de preparar o ficheiro dos *inputs* (custos relacionados com FSE), assim como o ficheiro referente aos custos com pessoal em formato *excel* até à primeira semana de agosto.

Posteriormente, cada elemento do controlo de gestão envia um ficheiro em *excel* com informação (*inputs*) sobre todos os gastos reais de janeiro a junho assim como o valor do orçamento referente ao ano corrente; o outro ficheiro referente aos custos com pessoal contém os valores reais até julho. Cada director de área é responsável por preencher informação sobre os meses subsequentes nomeadamente agosto a dezembro; no caso do ficheiro com pessoal é necessário estimar o número de novas contratações assim como a respetiva função; assim como o cumprimento do prazo de devolução/envio do ficheiro estipulado pelo gabinete de controlo de gestão.

De seguida, após o envio dos ficheiros devidamente preenchidos pelo responsáveis das áreas, o gabinete de controlo de gestão analisa minuciosamente a informação recebida. Assim sendo, se tudo estiver em conformidade, iniciam-se as reuniões de validação com as respectivas áreas, contudo caso a informação não esteja em conformidade, o gabinete de planeamento e controlo devolve o ficheiro enviado pelos responsáveis das áreas

solicitando as devidas retificações. Normalmente as reuniões de validação entre o gabinete de planeamento e controlo e as respetivas áreas tendem a ser muito exaustivas, de forma a encontrar um alinhamento entre as expectativas das áreas e as expectativas da administração.

Deste modo, depois de se chegar a um consenso entre as áreas e o gabinete de planeamento e controlo, a informação validada é carregada no sistema recorrendo ao SAP e BPC. A fase de carregamento da informação (*inputs*) é crucial pois existe um elevado número de dados a ser carregados e em alguns casos mesmo depois da validação da informação, têm de ser realizadas algumas alterações. Após concluída a fase de carregamento de toda a informação, é feita uma primeira apresentação do orçamento à administração, onde a mesma analisa os dados e sugere possíveis alterações ou retificações.

O sistema predominante na Ascendi é claramente *top-down*, onde a gestão de topo decide as principais linhas orçamentais e os níveis de gestão abaixo são responsáveis pela sua execução.

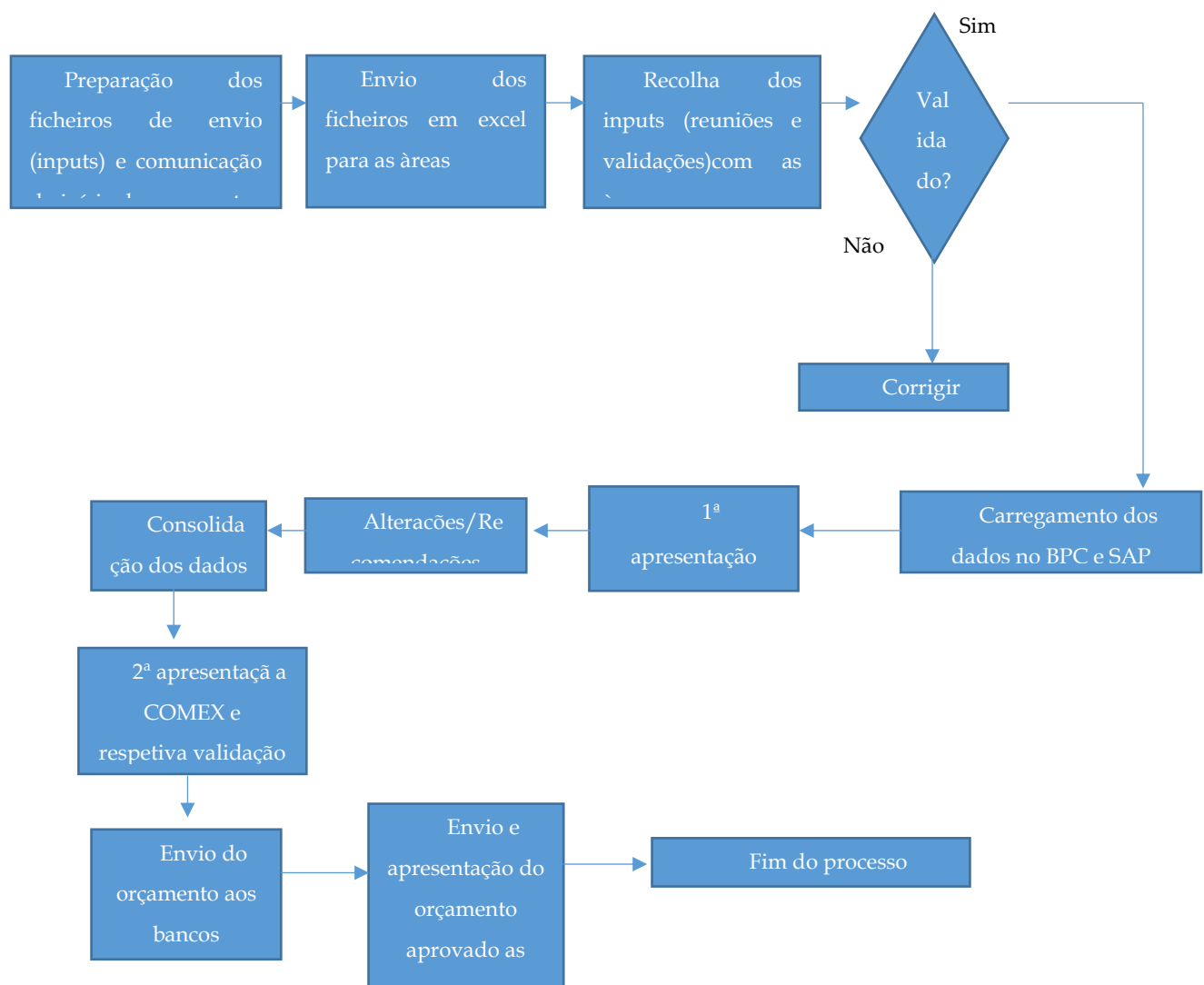


Figura 8. Processo orçamental ASCENDI

Fonte : Elaboração própria

4.2.1 Pontes fortes e fracos do processo orçamental da ASCENDI

O processo orçamental na ASCENDI é bastante complexo e *time consuming*, os *controllers* do gabinete de planeamento e controlo ficam meses, neste caso 6 meses dedicados a *full time* ao processo orçamental. De acordo com Hope *et al.* (2003), este factor é considerado como uma das desvantagens do processo orçamental tradicional. O autor complementa dizendo que orçamento

é um processo complicado, pesado e demasiado caro. Neste sentido, o BBRT sugere a adopção de *rolling forecasts* que é um orçamento baseado em revisões regulares, e permite que os gestores foquem a sua atenção para o futuro, garantindo assim, um planeamento contínuo ao invés do exercício anual.

Adicionalmente, observou-se que algumas áreas não cumprem com o prazo estipulado pelo gabinete de planeamento e controlo, na medida em que muitos responsáveis de áreas não se sentem motivados com o processo orçamental pois a participação dos mesmos na sua elaboração é bastante reduzida, o que torna este processo mais demorado e desgastante.

Por outro lado, o facto de muitas áreas apenas transporem os valores tendo como referência o ano anterior, torna este processo pouco realista, ficando mais difícil avaliar se o custo é realmente necessário ou importante para a área em questão. Litch (2003) refere mesmo que o orçamento tradicional leva a comportamentos bizarros e disfuncionais, pois os gestores não dão previsões honestas. Já Hope *et al.* (2003) adicionam que a problemática do “*gaming the numbers*” subiu para níveis inaceitáveis.

Apesar do gabinete de controlo de gestão ter automatizado o ficheiro em excel enviado as áreas com o objectivo de tornar esta fase do processo mais simplificado e célere, muitas áreas têm a tendência de ignorar as instruções de preenchimento do ficheiro tornando este processo mais moroso, uma vez que o GPC é obrigado a rever e corrigir questões de layout, para que todas as áreas apresentem informação no mesmo formato. Assim Litch (2003) adiciona dizendo que o orçamento tradicional exige um grande esforço da equipe financeira e da gestão. As negociações geralmente se prolongam por meses. A medida que o ano passa, mais esforços são necessários para calcular, explicar e discutir as crescentes variações entre o orçamento e os resultados reais, o processo é demorado e stressante.

Por outro lado, o processo orçamental da ASCENDI também tem algumas vantagens, como o facto de ser bastante detalhado, o que permite claramente um maior controlo dos custos. Shim *et al.* (2012) fundamentam que o orçamento melhora a tomada de decisões na empresa porque a ênfase está em eventos futuros e oportunidades associadas e incentiva os colaboradores a pensar em como tornar as operações e os recursos mais produtivos, eficientes, competitivos e lucrativos. Consequentemente, tal leva à redução de custos.

Dos pontos fortes e fracos acima apresentados, importa reiterar e em jeito de resumo, a seguinte informação:

	Processo orçamental 2019
Vantagens	- Bastante detalhado, o que permite maior controlo dos custos;
Desvantagens	- Time consuming, oneroso e muito complexo; - Atrasos no cumprimento dos prazos por parte dos responsáveis de áreas; - Falta de motivação por parte de algumas áreas pois não se sentem diretamente envolvidos com o processo; - Os recursos são alocados com base em dados históricos;

Tabela 5. Vantagens e desvantagens do processo orçamental da ASCENDI

Fonte : Elaboração própria

4.3 Proposta de implementação do Beyond Budgeting

O *Beyond Budgeting* surge como alternativa às várias críticas apresentadas pelos gestores e investigadores nos últimos tempos. Conforme a revisão de literatura acima apresentada, este modelo não representa uma receita perfeita

para as empresas no que concerne à insatisfação com o processo de orçamentação tradicional, pois é um modelo recente e ainda não existe *feedback* significativo em relação à sua implementação. Por outro lado, Libby & Lindsay (2010) argumentam que não existe ainda uma compreensão robusta sobre o orçamento capaz de explicar os mecanismos ou processos que originam consequências satisfatórias ou insatisfatórias dos sistemas orçamentais. Deste modo, o sucesso da sua implementação requer uma mudança de atitude e um total comprometimento da empresa num todo, pois implica a mudança de toda abordagem referente a cultura organizacional, processo estrutural e o respectivo processo de controlo de gestão da empresa.

A ASCENDI opera em regime de *project finance*, e como referenciado na revisão de literatura, este tipo de operações são bastantes complexas com características específicas tais como elevados montantes de financiamento e custos a este associados. Exigem, ainda, a manutenção de uma série de contratos extensos e complexos por parte dos vários intervenientes neste processo. Neste sentido, o abandono total do orçamento tradicional tal como sugere o novo modelo orçamental *beyond budgeting*, torna-se complicado ou impossível para empresas que operam em regime *project finance*, pois implica a existência de uma teia contratual apertada. Por outro lado, os orçamentos tradicionais são complexos, demasiados demorados e tornam-se rapidamente desajustados à realidade em pouco tempo devido a instabilidade económica vivida atualmente. Todavia, existem alguns princípios do *beyond budgeting* (figura 10) que podem ser adoptados com vista a melhorar alguns pontos fracos acima mencionados.

(i) Transparência

De acordo com o BBRT, este princípio é de extrema importância pois é baseado em tornar a informação disponível e transparente a todos, com objectivo de encorajar um comportamento ético e não restringir aos gestores de

topo. Assim, de forma a implementar este princípio com sucesso, a empresa deve eliminar gradualmente os sistemas de informação fechados. De acordo com o BBRT, este princípio transmite a imagem de uma empresa a operar de forma ética, pois não tem nada a esconder nem preocupações sobre a matéria. Por outro lado, uma empresa com informação transparente e de qualidade permite que as pessoas tomem decisões de forma mais eficiente e célere.

(ii) Autonomia

De acordo com o BBRT, este princípio é baseado em dar liberdade às pessoas para tomada de decisão mas responsabilizando-as ao mesmo tempo. Para que tal aconteça, é necessário capacitar as pessoas com ações de formação contínuas e adequadas. Litch (2003) adiciona que este princípio exige um estilo de controle interno que faça com que as pessoas se sintam confiáveis e capazes de decidir as coisas por si mesmas. Na ASCENDI, o modelo de gestão predominante é *top-down* e, conseqüentemente, existem demasiados procedimentos e regras burocráticas que tornam alguns processos de tomada de decisão bastante morosos, levando a que algumas pessoas se sintam desmotivadas, pois a maior parte do tempo as pessoas estão focadas apenas em produzir mapas que adicionam pouco valor a empresa e a controlar desvios orçamentais, ao invés de contribuir de forma direta e ativa na tomada de decisões. Desta forma, é necessário implementar um modelo de gestão mais descentralizado, permitindo que os gestores tenham a liberdade de tomar decisões com autonomia de forma rápida e eficiente.

(iii) Alocação de recursos

Segundo o BBRT, este princípio refere-se a alocação de recursos de acordo com as necessidades e não a alocação anual e inflexível de recursos. Hope & Fraser (2003) complementa dizendo que com a adoção deste princípio os recursos serão fornecidos quando realmente necessários. A alocação de recursos

para as áreas de suporte no processo de orçamentação actual da ASCENDI é feita com base em dados históricos, que não necessariamente significa que o custo é mesmo necessário pois em alguns casos os gestores preferem ter valores orçamentados em várias rubricas de forma a cobrir outras rubricas. Por outro lado, esta prática pode gerar comportamentos disfuncionais em alguns gestores pois tendem a usar de forma inequívoca os valores orçamentados por vezes sem ter mesmo necessidade, receando algum tipo de penalização no exercício seguinte caso não usem o valor na totalidade. Assim, com a implementação deste princípio do *Beyond Budgeting*, a alocação de recursos será feita de forma pontual, ou seja, quando realmente existir necessidade. Adicionalmente, segundo Ostergren & Stensaker (2009), a alocação de recursos no orçamento tradicional, onde os recursos são pré-alocados através do orçamento, é trocada por uma alocação dinâmica de recursos, ou seja, os recursos são disponibilizados para atender uma meta dentro da estrutura de critérios de decisão e autorização de recursos.

Assim, a implementação de alguns princípios do *Beyond Budgeting* podem trazer vantagens como a eficiência de custos, um modelo de gestão totalmente descentralizado e dinâmico. Hope e Fraser (2003) refere ainda que o *beyond budgeting* é um conjunto coerente de processos alternativos que suportam metas e recompensas relativas, planeamento contínuo, recursos sob gestão, coordenação dinâmica entre empresas e uma rica variedade de controlos multinível.

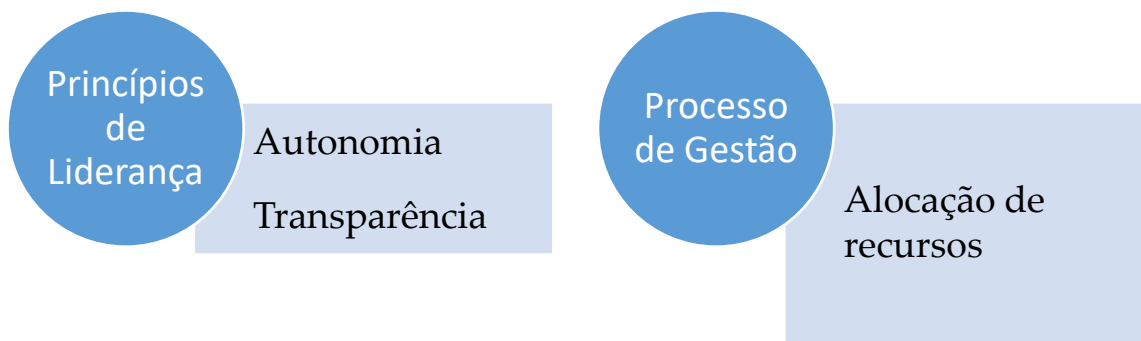


Figura 9.Princípios Beyond Budgeting

Fonte : Adaptado BBRT

Capítulo 5

Conclusões e Recomendações

O presente trabalho procurou descrever o processo atual de orçamentação utilizado na ASCENDI, analisando quais as suas principais características, assim como as respectivas vantagens e desvantagens. Neste sentido, o principal objetivo deste trabalho de investigação foi de aferir a possibilidade de implementação de um modelo moderno de orçamentação, nomeadamente o *beyond budgeting*, em regime de *project finance*. Deste modo, por forma a responder as questões de investigação, foi feita uma revisão de literatura sobre os vários modelos de orçamentação, *beyond budgeting*, operações de *project finance* e foram apresentadas as suas principais características, vantagens e desvantagens.

Nós últimos tempos, o orçamento tradicional tem sofrido inúmeras críticas em relação à sua utilidade, adaptação, e reposta rápida às mudanças do mercado empresarial; ideia esta sustentada por alguns autores como Hope *et al.* (2003). Segundo os autores: (i) o orçamento é um processo complicado, pesado e demasiado caro; e (ii) o orçamento está em descompasso com o ambiente competitivo e não atende mais as necessidades dos executivos ou gestores operacionais. Deste modo, em resposta as críticas ao orçamento surge no Reino Unido em 1998 o *beyond budgeting*, como modelo alternativo. O BBRT (Beyond Budget Round Table) defende que este modelo é mais eficiente, ágil e rapidamente adaptável às mudanças do mercado. Porém, deixam claro que este modelo não é uma receita perfeita, ou seja, a sua implementação depende da empresa como um todo. Ainda assim, algumas empresas continuam a usar o orçamento tradicional como uma ferramenta eficaz de gestão, como é o caso da ASCENDI. Hope *et al.* (2003) argumentam que abandonando o uso do

orçamento tradicional e conseqüentemente implementar os 12 princípios do *beyond budgeting*, as empresas estarão em condições de criar um modelo de gestão mais descentralizado e ao mesmo tempo a empresa estará preparada para os desafios inerentes as mudanças no mercado empresarial.

O processo de preparação e elaboração do orçamento da ASCENDI é bastante detalhado e *time consuming*, o que o torna ainda mais demorado, exigindo um comprometimento a *full time* dos gestores do GPC, pois tem a duração de aproximadamente seis meses. De acordo com Hope *et al.* (2003), esta é uma das grandes desvantagens do uso do orçamento tradicional. Por outro lado, a ASCENDI opera em contexto de *Project Finance*, modelo este que apresenta características bastante distintivas como o facto de (i) ser bastante complexo em termos de formulação e documentação do projeto; (ii) envolver muitos participantes; (iii) depende somente dos *cash flow* futuros para remuneração da dívida; e conseqüentemente requer informação financeira bastante detalhada e minuciosa, como é o caso dos rácios financeiros. Assim, podemos responder a primeira questão de investigação concluindo que dado ao facto de o *Project Finance* apresentar características bastante distintas, não será possível a implementação de um modelo de orçamentação mais moderno, pelo menos na forma como é apresentado. Contudo, pode-se implementar alguns dos princípios com vista a melhorar os pontos fracos do processo atual de elaboração do orçamento. O modelo de orçamentação *Beyond Budgeting* é caracterizado pelo abandono total do uso do orçamento tradicional, o que contrasta com a necessidade de informação financeira detalhada nas operações em regime de *Project Finance*.

De acordo com Leitch (2003), o orçamento tende a bloquear uma boa gestão de risco e incerteza. Neste sentido, respondendo a segunda questão de investigação podemos concluir que empresas que operam em regime de *Project Finance* reduzem os riscos e desvantagens orçamentais, pois uma das

características deste tipo de financiamento é a mitigação e alocação de risco de forma equitativa. Adicionalmente, Alves e Pinto (2019), afirmam que uma das vantagens do *Project Finance* é a rigidez financeira e gestão mais transparente, pois sendo os empréstimos garantidos pela geração de fluxos de caixa no futuro estritamente pelo projeto, aos financiadores será concedida a oportunidade de maior intervenção na administração, podendo estabelecer, via *covenants*, limites e directrizes para os actos da empresa, repercutindo em maior transparência e diminuição dos poderes de atuação dos administradores.

Em suma, podemos concluir que empresas que operam em regime de *project finance*, devido às suas características distintas como (i) fluxos de caixa futuros do projecto como fonte principal para o pagamento dos juros e dívida e (ii) complexa estrutura de acordos e contratos entre todas as partes para melhor alocação de riscos e retornos, dificultam a implementação de um modelo mais moderno de orçamentação como o *beyond budgeting*, mas por outro lado reduzem os riscos e desvantagens orçamentais.

Com este estudo, surgem novas oportunidades de investigação, tais como um estudo aprofundado com outras empresas do mesmo ramo e com características semelhantes, no caso empresas que operam em regime de *project finance* e que tenham implementado com sucesso o modelo *beyond budgeting*. Alguns estudos, como Libby e Lindsay (2010), defendem que os sistemas de orçamento tradicional continuam a desempenhar um papel fundamental nos sistemas de controle das empresas e que a maioria das empresas não tem planos de abandonar essa prática, embora muitas pretendem tomar medidas para melhorar seus sistemas de orçamento para superar algumas das críticas comuns.

Bibliografia

- Alves, P. P. & Pinto, M. João. 2019. **The Choice between Project Financing and Corporate Financing: Evidence from the Corporate Syndicated Loan Market**.
- Asogwa, I.E & Etim, O.E. 2017. Traditional Budgeting in Today's Business Environment. **Scienpress.com** http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%207_3_7.pdf, November 28.
- **Beyond Budgeting Institute**. What is beyond budgeting. <https://bbri.org/what-is-beyond-budgeting/> July 24.
- Brealey, A.R. & Cooper, A.I. & Habib, A.M. 1996. Using Project Finance to fund infrastructure investments. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 9.3
- **Comissão das Comunidades Europeias**. 2009. Mobilizar o investimento privado e público com vista ao relançamento da economia e à mudança estrutural a longo prazo : desenvolver parcerias público -privadas.
- Creswell, J.W. 2013. **Qualitative inquiry & research design: Choosing among five approaches** (3rd ed.). Los Angeles: Sage.
- Esty, C.B. 2004. Why study large projects? An Introduction to research on project finance. **European Financial Management**, 10: 213-224.
- Finnerty, John, D. 1996. **Project Finance: Asset-based financial engineering**. New York, NY.
- Gatti, S. 2008. **Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects**. Academic Press advanced Finance Series, Elsevier.

- Grimsey, D. & Lewis, M.K. 2002. Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects. **International Journal of Project Management**, 20:107-118.
- Hope J. & Fraser R. 2003. Who needs budgets? **Harvard Business Review**.
- Hope, J. & Fraser, R. 2003. Beyond Budgeting: how managers can break free from the annual performance trap. **Harvard Business School Press**.
- Horngren, C., Datar S & Foster G. 2005. **Cost accounting: A Managerial Emphasis**. Prentice Hall.
- Horngren, C., Datar S & Foster G. 2012. **Cost accounting: A Managerial Emphasis** (14th ed.). Prentice Hall.
- https://cpbusw2.wpmucdn.com/u.osu.edu/dist/8/36875/files/2016/12/Liby-Lindsay_budgeting_survey-17bvsp.pdf - data consulta 22-11-2019
- Jae, K. Shim, Joel G. Siegel & Allison I. Shim. 2012. **Budgeting Basics and Beyond** (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Kenneth, A. Merchant & Wim A. Van der Stede. 2012. **Management Control Systems. Performance Measurement, Evaluation and Incentives** (3rd ed.). Prentice Hall.
- Khan, K.F.M & Parra, J. Robert. 2003. **Financing Large Projects : Using Project Finance techniques and practices**. Singapore : Prentice Hall
- Leitch, M. 2003. **The dawning of a new age : Control without Budgets**. Balance Sheet, 11(3).
- Margerin, J. 1991. **A gestão orçamental: como torná-la um utensílio de gestão**.
- Megginson, L.W. 2010, Introduction to the special issue on project finance. **Review of Financial Economics** , 19:47-48.

- Ostergren,K & Stensaker,I. Management control without budgets. **Researchgate.net**<https://www.researchgate.net/publication/227613927> Management Control without Budgets A Field Study of 'Beyond Budgeting' in Practice , December 05.
- Pidgeon, C. 2010.Methods of budgeting. **Northen Ireland Assembly**.<http://www.niassembly.gov.uk/globalassets/documents/raise/publications/2010/finance-personnel/0610.pdf>
- Pinto, J. (2017). What is Project Finance?.**Investment management and financial innovations**,14.
- **Revista científica Hermes**.2013.A implantação de orçamento base zero(OBZ) em uma prestadora de serviços de locação de equipamentos para movimentação de carga. Junho 3:22.
- Ribeiro,S.2012. **O impacto do Project Finance nas empresas portuguesas no setor têxtil**. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto.
- Sandalgaard,N. & Bukh,N.2013. **Beyond budgeting and change, a casestudy**.<https://www.researchgate.net/publication/280193259> Beyond Budgeting and change A case study ,November 18.
- Sapte,W.1997.Project Finance : **The guide to financing build -operate-transfer projects. Uses in PPP**. Nestor House : Euromoney Publications PLC.
- Vanderbeck,J.E. 2010. **Principles of cost accounting** (15th ed.). Southern – Western : Cengage Learning.
- Wright, R. & Parsloe E.1995. **O orçamento: como fazê-lo com eficiências buscando o equilíbrio entre as necessidades dos clientes e da empresa**. Livraria Nobel S.A.
- Yin, R. K. 2009. **Case Study Research: design and methods**(4th ed.). Thousand Oaks: Sage.

