

**FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS, SOCIAIS E DA SAÚDE  
UNIVERSIDADE FUMEC  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO**

Wallison Jackson de Magalhães

**ANÁLISE DAS GARANTIAS NO *PROJECT FINANCE***

**Belo Horizonte  
2017**

Wallison Jackson de Magalhães

## **ANÁLISE DAS GARANTIAS NO PROJECT FINANCE**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Direito (*stricto sensu*) da Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde da Universidade Fumec, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de concentração - Instituições Sociais, Direito e Democracia

Linha de pesquisa - Autonomia privada, regulação e estratégia

Projeto de pesquisa - Atuação empresarial no Estado Democrático de Direito

Orientador - Prof. Dr. Sérgio Mendes Botrel Coutinho

**Belo Horizonte**

**2017**

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

M188a      Magalhães, Wallison Jackson de, 1992-  
                 Análise das garantias no *project finance* / Wallison  
                 Jackson de Magalhães. – Belo Horizonte, 2017.  
                 103 f. ; 29,7 cm

                 Orientador: Sérgio Mendes Botrel Coutinho  
                 Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade  
                 FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da  
                 Saúde, Belo Horizonte, 2017.

                 1. Contratos conexos - Brasil. 2. Direito empresarial  
                 - Brasil. 3. Garantia (Direito) - Brasil. I. Título. II. Botrel,  
                 Sérgio. III. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências  
                 Humanas, Sociais e da Saúde.

CDU: 347.7



**NOTA FINAL DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE**  
**Mestrado**

**BANCA EXAMINADORA:**

**ASSINATURAS:**

**Prof. Dr. Sérgio Mendes Botrel Coutinho**

**Prof. Dr. Daniel Rivorêdo Vilas Boas**

**Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta**

**MESTRANDO: WALLISON JACKSON DE MAGALHÃES**

**TÍTULO DA DISSERTAÇÃO:**

**“ANÁLISE DAS GARANTIAS NO *PROJECT FINANCE*”**

**NOTA:** ( 95 ) *Mostrada a cima*

**ASSINATURA ORIENTADOR:**

**DATA DA DEFESA: 18/10/2017**

## AGRADECIMENTOS

Intento encerrar mais uma etapa da minha vida acadêmica convicto de que o aprendizado é algo infinito e de que a minha caminhada ainda será longa e árdua, mas estarei fortalecido pela certeza de que família e amigos são confortos incondicionais nos momentos de angústia. O espírito sonhador me acompanha desde a mais tenra idade, e as incessantes oportunidades, que excedem até ao meu mérito, só evidenciam o quanto *Deus é bom, o tempo todo*, e o quanto sou amado pelos meus pais, que jamais pouparam esforços para me dar tudo o que estava ao seu alcance e principiando pelo amor e atenção. A felicidade que sinto neste momento quase se iguala ao sentimento de gratidão para com todas as pessoas que, de alguma forma, fizeram parte da minha história e são responsáveis por esta conquista e pela minha constante evolução. Primeiramente, agradeço a Deus, pelas oportunidades, habilidades e proteção incessante. Sinto-me verdadeiramente iluminado por tantas bênçãos. Sou eternamente grato aos meus pais, pelo amor, pela confiança e por serem um exemplo vivo de caráter, dedicação e trabalho. Agradeço ao meu irmão, pela disposição e cuidado velado. Aos meus familiares, pelo apoio, incentivo e por sonharem juntos comigo nesse período e por não pouparem esforços para me provocar um sorriso. Aos meus mestres e amigos, pelo carinho, respeito, pela paciência e amizade. Torço com sinceridade para que o tempo mostre que sou digno da confiança depositada. Aos funcionários da Universidade FUMEC, pela solicitude. Agradeço, ainda, aos profissionais com os quais tive o privilégio de trabalhar e, com isso, crescer como pessoa e profissional nos escritórios Martinelli e Portugal Vilela Almeida Behrens. Apesar da minha admiração pela academia, é inegável o conhecimento incorporado pela prática. Manifesto especial gratidão ao meu orientador Prof. Dr. Sérgio Mendes Botrel Coutinho, pela paciência e disponibilidade. A admiração pela pessoa de meu orientador é que me fez perseguir a advocacia societária. A ele se deve qualquer relevância que se possa destacar neste trabalho em virtude das suas pontuais contribuições. Os vícios são de minha inteira responsabilidade e de minha limitação.

*"Aprender a partir de ontem, viver para  
hoje, esperança amanhã. O mais  
importante é não parar de fazer  
perguntas".*

*Albert Einstein*

*"É melhor aproximadamente agora do que  
exatamente nunca".*

*Nizan Guanaes*

## RESUMO

O *project finance* é um modelo de financiamento empregado em empreendimentos de elevada complexidade, marcado pela destacada alavancagem financeira, e de crescente importância no cenário mundial, mas pouco discutido no Brasil, principalmente, no âmbito jurídico. Esse modelo se evidencia pelo fato de sua estruturação ser projetada para que o pagamento dos recursos contratados no mercado para a execução de determinado empreendimento se dê pelo fluxo de caixa gerado pela operação desse mesmo empreendimento. Assim, por meio de uma investigação bibliográfica, o presente trabalho objetiva apresentar o *project finance* delineando suas características, sua modelagem e sua conformação contratual e societária usualmente empregadas. Explorada a racionalidade que envolve as opções jurídicas da formatação dos empreendimentos desenvolvidos sob *project finance*, é feita uma imersão na análise do sistema de garantias de forma a expor as diversas modalidades de garantias existentes, sem qualquer ambição de exaurir o seu conteúdo, mas, sim, de evidenciar a importância e o caráter de incentivo denotado em sua formatação. Propõe-se a sustentação de que a estrutura proposta pelo *project finance* acentua a importância das garantias, pois, por mais robusta que seja a demonstração da viabilidade e do potencial lucrativo do empreendimento a ser operado, a limitação do patrimônio afeto à sustentação dos compromissos assumidos e os riscos associados ao empreendimento imputam ao pacote de garantias a segurança de que se formarão os ativos necessários à satisfação dos interesses dos envolvidos em sua realização, sendo as garantias, portanto, efetivos mecanismos de reforço da confiança das partes na concretização da expectativa de êxito depositada no empreendimento.

Palavras-chave: *Project finance*. Rede de contratos. Confiança. Garantias. Incentivo. Monitoramento.

## **ABSTRACT**

Project finance is a financing model employed in highly complex undertakings, marked by outstanding financial leverage, and of growing importance in the global scenario, however, rarely discussed in Brazil, especially in the legal sphere. This model is substantiated due to its structure, which is designed for the payment of the resources related to the execution of a given enterprise hired in the market to be made using the cash flow generated by the operation of the undertaking. Thus, through a bibliographical investigation, the present work aims to present project finance, outlining the characteristics, model and legal and corporate agreements usually applied. After exploring the rationality that surrounds the legal options in the format of the undertakings developed under project finance, the system of guarantees is analyzed in order to expose the various modalities of guarantees available, without the ambition to exhaust its content, and to show the importance and character of the incentive denoted in its format. It is suggested that the structure proposed by project finance emphasizes the importance of guarantees, because, regardless of the potential profitability of the undertaking, the limitation of the related assets to sustain the commitments assumed and the risks associated with it impute, to the package of guarantees, the security that the necessary assets to satisfy the interests of those involved in its realization will be formed and, therefore, have those guarantees as effective mechanisms to reinforce the parties confidence as to the expected success of the undertaking.

Keywords: Project finance. Network of Agreements. Trust. Guarantees. Incentive. Monitoring.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### 1. Lista de gráficos

Gráfico 1 – Fontes de Financiamento Desembolsadas de Longo Prazo - Volume, 2017 .....	44
Gráfico 2 – Desembolsos do BNDES para Projetos de Infraestrutura e Ranking ANBIMA – 2008-2013 (R\$ bi), 2014 .....	45
Gráfico 3 – Fontes de Financiamento por Setor em 2015 (R\$ Volume), 2016 .....	46
Gráfico 4 – Ranking de Longo Prazo de Financiamento de Projetos, 2014 .....	50

### 2. Lista de quadros

Quadro 1 – Tipos de contratos de compra e venda, 1999 .....	63
---	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Financiamento de Projetos Estruturados de Longo Prazo, 2017 .....	47
--	----

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das entidades dos mercados financeiro e de Capitais
AFD	Agência Francesa de Desenvolvimento
BC	Banco Central
BASA	Banco da Amazônia
BB	Banco do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BEI	Banco Europeu de Investimentos
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
JBIC	Banco Japonês para a Cooperação Internacional
BIRD	Banco Mundial
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF	Caixa Econômica Federal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
CAF	Corporação Andina de Fomento
EUA	Estados Unidos da América
SPE	Sociedade de Propósito Específico
FONPLATA	Fundo Financeiro para Desenvolvimento da Bacia do Prata
FIDA	Fundo Internacional para o Desenvolvimento Agrícola das Nações Unidas
KfW	Kreditanstalt für den Wiederaufbau

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>APRESENTAÇÃO DO <i>PROJECT FINANCE</i></b> .....	<b>17</b>
2.1	Breve histórico .....	17
2.2	Conceito de <i>project finance</i> .....	22
2.3	Contextualização da aplicação do <i>project finance</i> em projetos de infraestrutura .....	24
2.4	Riscos .....	29
<b>3</b>	<b>ESTRUTURA DO <i>PROJECT FINANCE</i></b> .....	<b>32</b>
3.1	Segregação do empreendimento .....	32
3.2	Modelos e estruturas de participação dos patrocinadores.....	35
3.3	Estrutura de capital em <i>project finance</i> .....	38
3.3.1	Fontes externas de financiamento do <i>project finance</i> .....	43
3.3.2	Incentivo ao investimento privado em infraestrutura .....	55
3.4	Rede de contratos .....	57
<b>4</b>	<b>GARANTIAS APLICADAS AO <i>PROJECT FINANCE</i></b> .....	<b>66</b>
4.1	Finalidade das garantias e sua classificação.....	66
4.2	Espécies de garantias.....	71
4.2.1	Garantias fidejussórias .....	73
4.2.2	Garantias reais .....	76
4.2.3	Garantias reais fiduciárias .....	80
4.3	<i>Covenants</i> .....	83
4.4	Outras considerações.....	84
4.4.1	Transferência da concessão.....	84
4.4.2	Oneração de créditos futuros.....	85
4.4.3	Notificação.....	87
4.5	A importância das garantias para o <i>project finance</i> .....	88
4.5.1	O <i>project finance</i> como estrutura de proteção .....	88
4.5.2	Garantias como mecanismos de incentivo no <i>project finance</i> .....	90
4.5.3	A assimetria de informação no <i>project finance</i> .....	91
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>95</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>97</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Com a oportunidade, no ano de 2012, de trabalhar com processos de licitação regidos pelo Regime Diferenciado de Contratação, instituído pela Lei n. 12.462, de 4 de agosto de 2011, que objetivava a contratação de obras de infraestrutura<sup>1</sup> com foco em mobilidade urbana e vinculadas ao conjunto de obras necessárias à realização de eventos esportivos na capital mineira<sup>2</sup>, foi possível acompanhar as dificuldades enfrentadas pelos empreendedores no financiamento de sua atividade, a escassez de recursos públicos para o custeio das obras de infraestrutura e técnicas de engenharia financeira utilizadas na gestão de projetos e geração de receitas.

Essa vivência foi a primeira oportunidade de um acadêmico de Direito defrontar o papel instrumental da assessoria legal, muitas vezes posta em segundo plano, por ser compreendida como um custo, e tomar conhecimento de técnicas como o *project finance*<sup>34</sup>, experiência que instigou uma mente curiosa a pensar os aspectos econômicos das soluções jurídicas, curiosidade acentuada pela prática consultiva empresarial e que hoje tem neste trabalho o resultado de algumas inquietações.

O emprego do *project finance* desponta como uma forma de arranjo financeiro que propicia a mitigação de riscos e a atração de investidores para

---

<sup>1</sup> Ao longo do trabalho, o termo *infraestrutura* estará sempre designando o conjunto de elementos essenciais ao desenvolvimento de um país como "[...] sistemas de transporte (rodovias, ferrovias, hidrovias, portos, aeroportos), energia (usinas e distribuição; indústria do petróleo e gás natural), telecomunicações (telefonia, internet, rádio) e complexo urbano (saneamento básico, transportes urbanos, edificações comerciais, de turismo e lazer) (MONTEIRO; STEINBERG, 2015, p. 357/358).

<sup>2</sup> Para receber eventos internacionais como a Copa das Confederações da Federação Internacional de Futebol Associação — Fifa 2013 — Copa do Mundo Fifa 2014 e os Jogos Olímpicos e Paraolímpicos de 2016 foi desenvolvido um Plano Estratégico das Ações do Governo Brasileiro que incluía inúmeras obras de infraestrutura e dotações orçamentárias específicas. Assim, no período que antecedeu essa série de eventos, o setor de infraestrutura foi objeto de inúmeros incentivos e houve um cenário propício para a modificação da legislação aplicável às contratações públicas perseguindo-se a desburocratização, o implemento de celeridade nos processos de contratação e execução dos serviços contratados, assim como a economia de recursos, destacando-se, dentre as medidas, a criação do Regime Diferenciado de Contratação.

<sup>3</sup> Utilizar-se-ão neste trabalho algumas expressões em língua estrangeira, como *project finance*, não pela falta de um designativo em vernáculo nacional, mas, sim, em razão de determinado instituto ter sido desenvolvido em outro território, evitando-se, desse modo, confusões terminológicas.

<sup>4</sup> O *project finance* designa uma estrutura contratual e financeira na qual os recebíveis de um projeto são as principais garantias e fontes de pagamento das obrigações contratadas. Essa estrutura é geralmente utilizada em empreendimentos de grande porte e que demandam elevado investimento. Discorrer-se-á com maiores detalhes sobre o *project finance* no desenvolvimento do trabalho.

empreendimentos<sup>5</sup> de longo prazo, tal como os empreendimentos desenvolvidos no setor de infraestrutura e no setor industrial, dada a sua adequação a projetos que demandam o dispêndio de elevado volume de recursos.

Atualmente, os investimentos de longo prazo experimentam um estado de morbidez devido à crise financeira experimentada pelo País e pela confiança depositada por décadas na captação de recursos exclusivamente no financiamento estatal, em um total alheamento à possibilidade de captação de recursos privados possibilitada pelo *project finance*, emergindo a necessidade de reconsiderar o significado da participação do financiamento privado e das possibilidades apresentadas por tal técnica.

O *project finance* não é um modelo de estruturação financeira regulamentado, mas, sim, um designativo para um complexo de operações, e o seu estudo é pouco explorado, o que não reflete a sua importância, o seu potencial de prospecção, a sua combinação de recursos e de interesses, sendo indispensável analisar os institutos que o permeiam e as implicações econômicas das opções jurídicas intrínsecas a esse modelo, aspectos, muitas vezes, ignorado pelas análises estritamente jurídicas.

Assim, o presente trabalho pretende contribuir para que sejam realçados o entendimento jurídico do *project finance*, as opções contratuais e societárias imanentes e seu desiderato, com o intuito de fornecer subsídio para que novas discussões sejam travadas acerca do tema.

Nesse sentido, o presente estudo propõe-se a recapitular os entendimentos assentes sobre o *project finance*, em especial, quanto à rede de contratos e garantias que sustenta toda a engenharia financeira traçada, expondo, de forma aprofundada e crítica, o potencial de incentivos imanente ao sistema de garantias e sua essencialidade para a fortificação da confiança no sucesso do empreendimento.

Embora haja o desejo latente de expor as formas e o potencial agregador de recursos dessa engenharia financeira, as variáveis que cercam a sua estruturação e se deseja apontar um caminho para a atração e fidelização do investimento privado,

---

<sup>5</sup> A expressão *project finance* pode ser traduzida como financiamento de projetos, mas a terminologia é incapaz de designar toda a complexidade e extensão desse tipo negocial. Como se verá no curso do trabalho, o *project finance* é uma técnica de engenharia financeira que se concretiza por meio de uma rede de contratos e o termo *project* não quer significar, necessariamente, projeto na acepção de plano, planta ou planejamento, mas remete ao empreendimento. Assim, serão utilizadas no curso do trabalho as palavras projeto e empreendimento como sinônimas, fazendo ambas referência ao objeto da reunião de esforços.

não se pretende com este trabalho exaurir todas as peculiaridades legais e os procedimentais para a estruturação do *project finance*, discutir sua natureza jurídica ou esgotar todas as nuances e as alternativas que envolvem as decisões acerca da sua estrutura de capital ou aceitação pelo mercado, uma vez que tal esforço foge do campo de conhecimento jurídico.

Destarte, por meio de uma investigação bibliográfica, o presente trabalho objetiva apresentar o *project finance* delineando suas características, sua modelagem e conformação contratual e societária usualmente empregadas. Explorada a racionalidade que envolve as opções jurídicas da formatação dos empreendimentos desenvolvidos sob *project finance*, é feita uma imersão na análise do sistema de garantias de forma a expor as diversas modalidades de garantias existentes, sem qualquer ambição de exaurir o seu conteúdo, mas no intuito de evidenciar a importância e o caráter de incentivo denotado em sua formatação.

Como problema central da pesquisa, indagou-se quais os mecanismos empregados para comunicar segurança nas promessas de realização de ativos e adequada gestão do empreendimento, visto que a adequada performance do empreendimento é indispensável para a satisfação dos interesses dos negócios jurídicos principiados, situando-se, nesse ponto, as garantias como elementos substanciais.

A relevância do estudo proposto decorre da necessidade de se divulgar os aspectos jurídicos dessa promissora engenharia financeira, tão pouco explorada em âmbito jurídico, assim como da necessidade de se demonstrar os mecanismos privados de reforço da segurança das partes em uma operação de *project finance*.

Serão analisadas bibliografias que demonstram o momento histórico em que o *project finance* passou a ser implementado no Brasil, as principais modelagens jurídicas contratuais e societárias empregadas para a conformação de interesses dos investidores e a inteligência econômica das opções jurídicas, destacando-se a utilidade do pacote de garantias convencionais.

Esta é a proposta que se deseja testificar: a relevância das garantias convencionais para a factibilidade de um empreendimento desenvolvido sob a forma de *project finance* (com destaque para os projetos de infraestrutura).

Parte-se das hipóteses de que:

- (i) todas as relações contratuais, em especial as de garantia, visam a manutenção de uma estrutura de cooperação no *project finance*;
- (ii) as garantias convencionais em um *project finance* não se prestam à satisfação alternativa de dada pretensão, mas ao da confiança dos agentes e reforço do interesse gregário de concretização do empreendimento.

Assim, como objetivo geral, procurou-se, a partir da demonstração do equívoco em apoiar o financiamento da infraestrutura nacional em bancos de fomento estatal, apontar as formas de participação privada na estrutura de capital de tais empreendimentos e como as garantias convencionais atuam na sustentação da confiança no empreendimento, partindo de interpretações, lógicas, sistemáticas e teleológicas.

Como objetivos específicos definiram-se:

- (i) evidenciar a importância do *project finance* para projetos de elevado custo;
- (ii) destacar o equívoco na sustentação dos empreendimentos desenvolvidos sob a modalidade *project finance* em bancos de fomento estatal;
- (iii) destacar as alternativas para a participação do crédito privado no custeio de um *project finance*;
- (iv) evidenciar a coligação de interesses em empreendimentos desenvolvidos sob essa modalidade de engenharia financeira e como as garantias convencionais atuam na criação de um cenário cooperativo.

Complementarmente, diante dos poucos estudos jurídicos realizados acerca do *project finance*, realizou-se uma exposição geral sobre a sua estruturação e seus objetivos.

Recorreu-se ao método exploratório, por meio de pesquisa bibliográfica, para a abordagem preliminar do problema jurídico e por meio da busca de dados em outros diagnósticos já realizados que tiveram como objeto o estudo do *project finance*.

Esta dissertação foi dividida em quatro capítulos, contada esta introdução. Apresentou-se, no capítulo 2, o *project finance*, sua história, seu conceito e sua relevância no cenário nacional atual, assim como problemas associados a sua estrutura de financiamento corrente.

No capítulo 3 concentrou-se na dissecação e apresentação de sua estrutura, desenvolvendo-se verdadeiro trabalho exploratório acerca do *project finance* com o intuito de sintetizar e disseminar o conhecimento dessa engenharia jurídica.

Reservou-se o capítulo 4 para apresentar a importância das garantias em um *project finance* podendo ser imputada a estrutura de garantias a responsabilidade pelo oferecimento de mecanismos de reforço da confiança das partes na concretização da expectativa de êxito depositada no empreendimento.

Por fim, no capítulo 5, elaboraram-se as conclusões gerais sintetizando todo o conteúdo esboçado e reforçando os objetivos deste trabalho. As referências ao final completam este trabalho de dissertação.

## 2 APRESENTAÇÃO DO *PROJECT FINANCE*

### 2.1 Breve histórico

As vicissitudes da realidade social e da economia incentivam o aparecimento de alternativas e derivações jurídicas aptas à conformação da realidade. Nesse sentido, são os apontamentos de João Luiz Coelho da Rocha ao refletir acerca das criações econômicas e seu reboque jurídico.

Como usa acontecer no campo das ciências sociais, os fenômenos econômicos surgem, tangidos pelos fatores que lhe são subjacentes (a necessidade, a utilidade, aliados ao gênio criativo) e aí, a reboque, aparece a formulação jurídica, superestrutura necessária ao balizamento normativo daquela realidade (ROCHA, 2000, p. 94).

E é nessa perspectiva de satisfazer-se uma necessidade econômica que o *project finance* foi criado e, posteriormente, ratificado pela técnica jurídica.

Perseguindo a superação de obstáculos como a falta de garantias tradicionais, a exemplo das garantias reais e pessoais, fundamentais em um mercado bancário avesso ao risco, e a falta de recursos para financiar projetos, o mercado tem se valido de "[...] uma engenharia financeira baseada no fluxo de caixa dos próprios empreendimentos", solução esta denominada *project finance* (SEABRA, 2013, p. 218) e que se assenta basicamente na criação de uma entidade afetada ao desenvolvimento de um projeto, que concentra todos os riscos do empreendimento, não contaminando seus promotores, e que emprega as receitas futuras provenientes da operação do projeto desenvolvido e passíveis de serem destacadas como garantia dos financiamentos contratados, sendo o fluxo de caixa empregado para a amortização dos investimentos e compensação dos financiamentos.

Enquanto o empréstimo convencional se fundamenta no histórico de crédito do tomador, capacidade de pagamento e garantias ofertadas, o *project finance* tem suas bases nas viabilidade e capacidade de retorno do projeto, uma vez que o recebível futuro é o principal, se não o único, meio de garantia, amortização de investimentos e pagamento dos financiamentos, o que implica maiores riscos aos financiadores e, por conseguinte, taxas de juros elevadas. Lado outro, o *project finance* tem a característica de isolar todos os riscos do projeto não contaminando

os patrocinadores por eventuais contingências e não deixando se contaminar por possíveis obrigações de seus patrocinadores.

Aponta-se que o *project finance*, enquanto tipo negocial, teve seus primeiros passos no século XIII, em uma operação, na qual, o Banco Frescobaldi, importante banco de investimento italiano da época, celebrou um contrato de mútuo com a Coroa Britânica, sem qualquer garantia atrelada, no qual era concedido uma vultosa quantia para que ela pudesse explorar as minas de prata de Devon, na Escócia (SEABRA, 2013), recebendo, em pagamento dos valores mutuados, o direito de controlar a operação das minas pelo período de um ano, assumindo os custos da operação durante esse período e adquirindo o direito sobre todo o minério extraído durante sua gestão (PEREIRA, 2003).

Insiste-se, ainda, em fixar um paralelo entre o *project finance* e os empreendimentos marítimos contratados sob a forma de *commenda*, na qual o *commendator* financiava e armava as expedições marítimas comerciais e recebia em contrapartida o direito de participar dos resultados da aventura (ENEI, 2007). Nessa linha poderia se traçar um paralelo entre o *project finance* e a origem de inúmeras sociedades contratuais como a sociedade com ocultação de sócio e a sociedade anônima, grupos de sociedade, contratos de colaboração, consórcio, entre outros e, em todos esses paralelos, estar-se-ia se baseando em breves semelhanças.

José Virgílio Lopes Enei opta por não traçar qualquer paralelo direto entre o *project finance* e a evolução das sociedades contratuais como a Sociedade em Comandita ou a Sociedade Anônima, assim como em relação a qualquer contrato, assumindo, em sua concepção, que o *project finance* está alinhado ao influxo da limitação de responsabilidade (ENEI, 2007), não guardando relação direta ou configurando-se ainda em um tipo jurídico autônomo.

Segundo José Virgílio Lopes Enei, se fosse traçada uma linha evolutiva da limitação da responsabilidade, o *project finance* nitidamente se destacaria como uma técnica que, ao combinar instrumentos societários e contratuais, possibilita uma limitação de responsabilidade e mitigação de riscos sem precedentes, comparando-se as sociedades anônimas como veículos de captação de grande soma de recursos.

A linha evolutiva é nítida. Até o início do século XX, a sociedade anônima era o grande instrumento a serviço da limitação de responsabilidade e, graças a ela, grandes somas de recursos puderam ser captadas em prol de

projetos de enormes proporções para a época. Ao longo do século XX, a concentração e a expansão empresariais valeram-se em grande parte dos grupos societários, subsidiárias integrais e sociedades de propósito específico, além de outros instrumentos não societários, para alcançar um grau de limitação de responsabilidade que assegurasse contínuos e cada vez maiores investimentos. Nas últimas décadas, todavia, vem-se verificando a necessidade de um grau de limitação de responsabilidade ainda maior como condição à viabilidade de investimentos em certos projetos de mega proporções e risco intrinsecamente elevado. A partir dessa necessidade, surge, dentre outros instrumentos inovadores, o financiamento de projetos, uma combinação de instrumentos societários e contratuais capaz de propiciar um grau sem precedentes de limitação da responsabilidade e mitigação dos riscos (ENEI, 2007, p.166).

Já, no que tange a sua utilização, a primeira notícia histórica quanto ao emprego do *project finance* remete à década de 1930, quando uma sociedade empresária do ramo petrolífero com atividades nos estados do Texas e de Oklahoma, nos Estados Unidos da América (EUA), a fim de explorar campos de petróleo pioneiros em localidades sem exploração precedente, contratou financiamentos garantidos apenas pelo fluxo de caixa futuro do empreendimento a ser implantado.

Pode-se afirmar, segundo José Virgílio Lopes Enei, que o *Project finance*, na sua feição atual, foi desenvolvido na década de 1970 "[...] voltado à viabilização e ao financiamento de projetos de exploração e produção de petróleo e gás natural na plataforma continental britânica e Mar do Norte", tendo se disseminado pelos sistemas jurídicos de outros países rapidamente (ENEI, 2007, p. 88). Nesse período, foram desenvolvidos outros projetos de idêntica expressividade como desenvolvimento de projetos de energia pela British Petroleum mediante a captação de US\$945.000.000,00 (novecentos e quarenta e cinco milhões de dólares) e outro pelo Forties Fiel no Mar do Norte, e o financiamento pelo Freeport Minerals e pelo Conzinc Riotionto da Ertsberg, uma mina de cobre localizada na Indonésia, e da Boungainville, uma mina de extração de cobre na Papua Nova Guiné, respectivamente (PEREIRA, 2003).

Nos anos seguintes, o *project finance* se espalhou por outros países, tendo sido empregado especialmente em projetos de infraestrutura, visto que esse setor reúne uma conjuntura que favorece o emprego do *project finance*. Isso porque, "[...] o financiamento de projetos é mais facilmente implementado em projetos que envolvam tecnologia razoavelmente conhecida, que ofereçam bens ou serviços com demanda razoavelmente assegurada no seu mercado" (ENEI, 2007, p. 93). Contudo,

a utilização de tal modalidade de engenharia financeira também é útil na implementação de plantas industriais e em outros empreendimentos essencialmente privados. Há, inclusive, a expectativa de que a sua maturação resulte em uma dada simplificação que possibilite maior utilização no financiamento de sociedades empresárias de médio porte<sup>6</sup>. Nessa linha segue a doutrina de Renato Seixas e José Virgílio Lopes Enei:

A estrutura de *project finance* é útil para a implantação, operação e manutenção de *projetos* que demandem grandes investimentos de capital e apresentem prazo de maturação longo. Não há critérios objetivos para determinar o que se deve considerar ser *projeto* de grande investimento ou de longa maturação. Os dados históricos revelam que o *project finance* teve origem na realização de grandes obras públicas de infra-estrutura, com prazos de maturação superiores a dez anos. Entretanto, devem ser consideradas as circunstâncias específicas de cada caso. Qualquer empreendimento, por menor ou mais modesto que seja, apresenta diversos riscos e exige determinados investimentos. Uma pequena oficina de costura poderá ser um empreendimento de grande monta para alguém que, com suas poucas economias, pretenda sobreviver com a exploração desse negócio. Portanto, se, por um lado, é certo que historicamente a estrutura de *project finance* é destinada para empreendimentos como hidrelétricas, plataformas de petróleo, rodovias, ferrovias, portos, aeroportos e grandes estabelecimentos fabris; por outro lado, nada impede que também seja usado para empreendimentos mais modestos, com as adaptações que cada caso exigir. Em qualquer desses casos, a estrutura de *project finance* tem por objetivo fundamental tomar mais seguro e eficiente o projeto, viabilizando seu financiamento e pagamento de empréstimos com os recebíveis que gerar (SEIXAS, 2007, p. 34).

Tendo em vista a crescente necessidade de investimentos em infra-estrutura no mundo inteiro, bem como as restrições de endividamento cada vez mais frequentes, não só na iniciativa privada como também no aparelho estatal, a tendência é que o financiamento de projetos continue a ganhar importância para deixar de ser um instrumento complexo e sofisticado reservado apenas a empreendimentos de grande porte e se revelar amplamente conhecido e empregado na realidade empresarial (ENEI, 2007, p. 92).

A preferência pela adoção do *project finance* em empreendimentos de infraestrutura é explicada em boa medida pela sua complexidade, o que não reduz a sua importância no cenário mundial dada a sua elevada capacidade de levantar recursos.

---

<sup>6</sup> No curso do trabalho referir-se-á à utilização do *project finance* de forma preponderante em projetos de infraestrutura, uma vez que a sua utilização neste setor é mais destacada, mas não se nega a possibilidade de sua aplicação para empresas de médio porte ou empreendimentos que não tenham elevada magnitude.

Operações com tais características resultaram no aporte de mais de US\$ 23 bilhões entre o primeiro trimestre de 1987 e o terceiro trimestre de 1989, mundialmente, beneficiando 168 projetos, 102 dos quais envolviam a geração de energia. Esses números são típicos: pela complexidade documental envolvida, o financiamento de projetos aplica-se preponderantemente a obras de valor elevado, geralmente de infraestrutura. Esta é também a realidade no Brasil, em que o mecanismo aqui descrito tem tido largo emprego nos setores de petróleo, gás e energia elétrica (SALOMÃO NETO, 2004, p. 54).

Enquanto países como os EUA e a Inglaterra lidam com o *project finance* há quase meio século, a sua introdução no Brasil só ocorreu no contexto da reforma administrativa gerencial, iniciada em 1995 e implementada pelas Emendas Constitucionais n. 19 e 20, de 1998 (DIAS, 2003), mais especificamente, com o processo de privatização.

Antes desse período, o setor de infraestrutura era explorado quase que exclusivamente pelo estado brasileiro diretamente, por meio de suas entidades federativas, ou seja, União, estados, Distrito Federal e municípios, ou indiretamente, por meio de empresas estatais, e o custeio se dava mediante o desembolso de receitas fiscais ou empréstimos com garantia soberana, o que resultou em um aumento da quantidade de dívidas contraídas pelo Estado, dado que não havia um controle quanto ao endividamento estatal<sup>7</sup> (ENEI, 2007).

O excessivo endividamento estatal e sua ineficiência, assim como o dinamismo e o assédio do mercado, impostos pela globalização, levaram o Estado brasileiro a seguir a tendência internacional de descentralização e menor participação direta na economia, iniciando-se processos de privatizações, concessões de serviço público, concessões de uso de bem público e autorização de entidades privadas para o exercício de atividades antes sob o monopólio estatal, abrindo-se, concomitantemente, espaço para o maior acesso do capital estrangeiro e para a utilização do *project finance*.

Nesse sentido, o *project finance* foi criado como uma técnica de engenharia financeira viabilizada por uma intrincada rede de contratos disposta à limitação de responsabilidade e conformação de interesses dos agentes envolvidos para o desenvolvimento de projetos de elevado risco e alto porte financeiro.

---

<sup>7</sup> Somente no ano 2000, com a sanção da Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece, dentre outras providências, as normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, é que os gastos e endividamento da máquina pública passaram a ter um controle objetivo.

## 2.2 Conceito de *project finance*

José Virgílio Lopes Enei, com assento em Peter K. Nevitt e Frank Fabozzi, aduz que o *project finance* pode ser designado como um

[...] empréstimo realizado em favor de uma unidade econômica individualizada, pelo qual os mutuantes aceitam a capacidade de geração de caixa e lucros por parte da referida unidade econômica como a fonte principal de pagamento do empréstimo, assim como os ativos àquela unidade econômica como garantia real (ENEI, 2007, p. 22).

Jonh D. Finnerty, por sua vez, anota que

[...] o *project finance* pode ser definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos vêem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto (FINNERTY, 1999, p. 2).

Já Luiz Ferreira Xavier Borges define *project finance* como sendo

[...] uma forma de engenharia/colaboração financeira suportada contratualmente pelo fluxo do caixa de um projeto, servindo como garantia à referida colaboração, os ativos desse projeto a serem adquiridos e os valores recebíveis ao longo do projeto (BORGES, 1999, p. 123).

Supracitadas definições concentram-se em um enfoque financeiro, mas não distam das definições propostas por alguns juristas como Scott L. Hoffman que, segundo José Virgílio Lopes Enei, afirma que o *project finance*

[...] significa a captação de recursos por meio de uma combinação de empréstimos, integralização de capital e outros instrumentos de crédito destinados à construção, ou ao refinanciamento, de determinada instalação empresarial, captação esta caracterizada pelo fato de que os mutuantes baseiam sua decisão de crédito na capacidade de a referida instalação gerar receitas quando explorada comercialmente e não no patrimônio geral ou na credibilidade pessoal do explorador do empreendimento. O autor observa ainda que os recebíveis oriundos da exploração comercial das instalações financiadas (direitos creditórios) assim como os bens que as integram, são tomados como garantia real do empréstimo (ENEI, 2007, p. 23).

Ou seja, o *project finance* pode ser definido como uma técnica de engenharia financeira na qual o fluxo de caixa, ou seja as receitas da operação são utilizadas para pagar os recursos contratados para a execução de um empreendimento.

Note-se que a receita do empreendimento pode advir de atividades acessórias executadas em seu curso ou assumir diversas origens como: receitas das portagens de uma autoestrada; venda de eletricidade de uma central elétrica; faturação do consumo de água de uma rede distribuidora de água; contribuição do ente público por cada tonelada de detritos tratados entre outros (CAMPOS, 2013).

A simplicidade com que se apresenta esta técnica financeira, não reflete a complexidade de sua estrutura, uma vez que a operação comercial está fincada também na aceitação pelos financiadores do projeto de limitarem as suas garantias aos ativos presentes e futuros do projeto.

Cumprе salientar que por não ser um tipo jurídico, mas, sim, um complexo de opções, a constatação do *project finance* se dá por meio da análise da rede de contratos celebrados e de sua função econômica, uma vez que, para a consecução de seu objeto, é celebrada uma série de contratos de forma a alocar os riscos da forma mais eficiente e garantir o fluxo de caixa projetado.

Impende destacar, ainda, que o *project finance* não deve ser confundido com outros dois grandes esquemas de financiamento, quais sejam: o *development finance* e o *corporate finance* em decorrência da significativa diferença entre eles.

O *development finance* é um sistema de financiamento totalmente subsidiado, não se concentrando na obtenção de lucro, mas, sim, na realização de um interesse público ou de importância estratégica para um país, sendo o empreendimento geralmente executado por empresas estatais concessionárias de serviços públicos ou pela administração pública direta (SEABRA, 2013).

Lado outro, o *corporate finance* é o modo tradicional de financiamento pelo qual a instituição financiadora faz uma análise de alguns aspectos da sociedade que deseja contratar o financiamento, aspectos como: capacidade de geração de caixa, histórico de crédito e qualidade das garantias ofertadas. Não existe necessariamente um compromisso com a destinação dos recursos mutuados ou com êxito do empreendimento, mas, sim, com a capacidade de a sociedade ou de o terceiro vir a satisfazer a obrigação contratada com o seu patrimônio.

O *project finance*, por sua vez, se baseia em uma intrincada rede de contratos que busca a obtenção de uma estrutura dimensionada para o compartilhamento de riscos, maximização da eficiência financeira, garantia do fluxo de caixa e, via de consequência, o sucesso do empreendimento.

### **2.3 Contextualização da aplicação do *project finance* em projetos de infraestrutura**

Um dos grandes empecilhos ao desenvolvimento nacional, não apenas em aspectos econômicos, mas humanos, é a sua infraestrutura deficiente. Entretanto, tal deficiência também deve ser vista como uma oportunidade dado que o investimento em setores estruturais "[...] abre a porta para variados componentes do desenvolvimento econômico, como a geração de empregos, o fomento à iniciativa privada, os estímulos aos negócios e o desenvolvimento do mercado de capitais" (SOUZA, 2015, p. 173). Ou seja, o investimento em infraestrutura possibilita o crescimento econômico, o aumento do bem-estar social e é uma alternativa para o empreendedorismo e o investimento no mercado financeiro.

No Brasil, o Estado, com sua notória estrutura administrativa burocrática, dispendiosa e suscetível à instabilidade política, é o grande protagonista no custeio e impulsionamento dos avanços do setor de infraestrutura e da economia de uma forma geral, um legado do modelo de Estado prestacional, visto que, embora tenha havido um declínio da atuação direta do Estado na economia, confiando-se aos agentes privados inúmeras atividades como a execução e a administração de projetos de infraestrutura por meio de institutos como a Concessão e a Parceria Público Privada, em busca de uma ideada eficiência, o Estado manteve grande ingerência na execução, na regulamentação e no fomento do setor.

Não bastassem os problemas estruturais, a mencionada burocracia e a vulnerabilidade às questões políticas, não raras vezes os projetos de infraestrutura são dotados de qualidade questionável e recorrentemente afetados pelo descumprimento de prazos, circunstâncias estas sensíveis para a atração e a fidelização de investidores, uma vez que podem elevar os custos financeiros do projeto ou até contribuir para sua inviabilidade ou frustração. Nesse sentido, são os apontamentos de Eduardo Souza.

O Estado Brasileiro, com sua estrutura extremamente burocrática, dispendiosa, e sempre vulnerável ao imediatismo do jogo político, é tradicionalmente o agente de maior destaque na promoção de obras de infraestrutura.

A presença de um Poder Público que não consegue se desvencilhar desses caracteres se reflete em obras de qualidade questionável, destacando-se, sobretudo, a falta de compromisso com os prazos, o que acaba por afugentar investimentos privados no setor. Observa-se que recentemente o governo federal lançou o que se chamou de pacote de concessões, cujos prazos e metas restaram não atendidos, implicando revisão dos projetos, ante, inclusive, a previsão de "taxas de retorno" não atrativas (BORGES; RITTNER. 2013). (SOUZA, 2015, p. 191)

Amostra do protagonismo estatal é o elevado volume de recursos financeiros empregados para o financiamento dos projetos de infraestrutura via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)<sup>8</sup>, estrutura suportada pelo Tesouro Nacional<sup>9</sup>, protagonismo este justificado em certa medida pela dificuldade de se obter recursos em instituições privadas ou no mercado de capitais (SOUZA, 2015), problema para o qual poderiam se apontar inúmeras causas dentre as quais se destaca a imaturidade do mercado de crédito de longo prazo no Brasil, o que, segundo Nilson Teixeira, poderia ser explicado "[...] tanto pela baixa previsibilidade da economia brasileira, que reduz a oferta de crédito de longo prazo pelo setor privado, quanto pelo subsídio bastante significativo que é embutido nos financiamentos do BNDES" (TEIXEIRA, 2005, p. 116).

Importa destacar que a dificuldade em se ampliar os investimentos privados em infraestrutura, em detrimento dos investimentos estatais, não é uma exclusividade do Estado brasileiro e encontra sua causa, não só nos riscos inerentes a esses empreendimentos, mas em suas características econômicas.

O imperativo do investimento privado enfrenta dificuldades não triviais. Em poucos países – a exemplo do Chile e da Grã-Bretanha – o setor privado tem um papel dominante nos investimentos setoriais, sejam por razões históricas, dificuldades políticas, falhas regulatórias, sejam ainda pela baixa atratividade econômica, dada a natureza capital intensiva e retorno longo de parte considerável dos investimentos em infraestrutura.

Exatamente por essas características, a participação privada depende não apenas de um ambiente regulatório, razoavelmente estável e transparente, e de um sistema de justiça que prevê as garantias do devido processo legal

---

<sup>8</sup> O BNDES é uma autarquia federal, enquadrada na categoria de empresa pública, e está vinculado ao Ministério do Planejamento e Coordenação Geral, conforme a Lei n. 5.662, de 21 de junho de 1971. Leia mais em: <<http://www.bndes.gov.br/>>

<sup>9</sup> A estrutura de capital do BNDES dispõe de fontes diversificadas, sendo o Tesouro Nacional responsável por um pouco mais de 50% (cinquenta por cento) dos recursos da instituição por meio de empréstimos diretos. Leia mais em: <<http://www.bndes.gov.br/>>

(fundamentalmente contra expropriação). Depende igualmente de mecanismos eficazes de financiamento, seja com base em recursos mobilizados pelo Estado, ou intermediados por bancos comerciais ou pelo mercado de capitais. (FRISCHTAK; NORONHA, 2016, p. 44)

Segundo Renato Seixas, a ausência de poupança interna disponível é uma barreira para o investimento do setor privado em empreendimentos de longo prazo, como os de infraestrutura, o que demanda que o Estado arque com esses investimentos com recursos auferidos mediante arrecadação tributária ou captação de empréstimos internos ou internacionais, sendo os investidores internacionais atraídos pela elevada perspectiva de retorno.

Nos países em que existe suficiente poupança interna disponível para investimento em empreendimentos de longo prazo de maturação, é comum que o próprio setor privado nacional se disponha a financiar *projetos*, seja em parceria com o Estado seja de modo independente. Todavia, em países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento aquela poupança interna praticamente não existe ou é insuficiente para o financiamento de projetos. Por isto, nestes países, as estruturas de *project finance* foram inicialmente adotadas pelo Estado para a realização das grandes obras públicas de infra-estrutura em parceria com investidores internacionais, sendo pequena ou inexpressiva a participação dos investidores privados locais. A insuficiência de poupança interna, acima referida, obriga o Estado a assumir a responsabilidade pela realização de certos *projetos* necessários ao seu desenvolvimento. O Estado financia esses *projetos* com parte de sua arrecadação tributária e, mais frequentemente, com a captação de empréstimos internos ou internacionais. Os investidores internacionais são atraídos pelas taxas de juros superiores àquelas que poderiam receber em seus próprios países ou noutros investimentos globais. Como os investimentos em *project finance* estão direcionados à atividade produtiva e, portanto, para um verdadeiro aumento de riqueza, são preferíveis aos investimentos meramente especulativos, pois estes apenas aproveitam distorções transitórias dos mercados globais e não resultam em aumento de riqueza real. Essas são as principais razões pelas quais as estruturas de *project finance* foram e são muito frequentemente usadas em países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento como modalidade de investimento para capitais internacionais. Em geral, esses investidores não obteriam nos seus próprios países, ou em operações especulativas globais, a mesma rentabilidade real para os capitais que investem em *project finance* internacional (SEIXAS, 2007, p. 32).

Com o objetivo de acompanhar o desenvolvimento econômico e eliminar os óbices à participação da iniciativa privada no setor de infraestrutura, foram promovidas várias reformas e introduzidas técnicas validadas pela experiência estrangeira em solo nacional, dentre as quais, se poderia com segurança destacar o emprego do *project finance*, o que representou um avanço e conferiu viabilidade para muitos projetos, mas ainda é um modelo de engenharia financeira pouco amadurecido em nosso mercado e que encontra obstáculos em seu pleno emprego.

Não obstante as expectativas confiadas no *project finance* e o entusiasmo que envolve esta técnica financeira, importa acentuar que a sua utilização não subtrai a importância da atuação estatal, mas apenas viabiliza maior participação dos agentes privados, neste sentido são as lições de Waldery Rodrigues Junior:

[...] uma avaliação sob a ótica da *regulação do sistema financeiro* leva à conclusão de que o financiamento de longo prazo de projetos de infraestrutura requer um *governo mais facilitador e promotor* de novos instrumentos de alavancagem financeira. A alternativa do *project finance* é uma engenharia financeira apropriada para a adoção pelo setor privado, se o governo se posicionar como tal. Paralelamente, a questão regulatória desempenha papel importante. Pelas experiências internacionais, o modelo PF carece de incentivos fiscais e de complementações de garantias aos investidores pelos governos dos países onde são realizados os projetos. Entretanto, qualquer que seja a posição governamental, o protagonista numa estrutura PF é o setor privado.

Em síntese, o diagnóstico é que o papel do governo no fomento a esses projetos deve dar-se de maneira complementar à ação dos mercados, sobretudo se efetivada em conjunto com novas formas de atuação nos mercados de capitais. A importância dessa participação deve-se à necessidade de eficiência tanto micro quanto macroeconômica (sistêmica). A recuperação da capacidade financeira do Estado, portanto, entra como ponto fundamental para essa contrapartida (RODRIGUES JUNIOR, 1997, p. 21).

A atração de investimentos privados transpõe a criação de mecanismos de investimento e, até mesmo, a existência de incentivos fiscais ou financeiros, estes últimos representados pelos juros atrativos. Acredita-se que a grande dificuldade se concentra na baixa credibilidade dos empreendimentos e, para sobrepujar esse entrave, é necessário, se não alterada a reputação do Estado e de seus projetos, o oferecimento de uma estrutura de garantias que preservem os interesses dos potenciais investidores, especialmente em empreendimentos modelados como *project finance*, em que a conclusão do projeto é indispensável para a formação do ativo necessário à compensação dos investidores, como se verá adiante.

No tocante às parcerias público-privadas, em 30 de dezembro de 2004, foi publicada a Lei n. 11.079, que institui normas gerais para a licitação e a contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Prevê, também, um sistema de garantias úteis, não apenas aos pactuantes, mas para toda sorte de investidores, com o intuito de lhes assegurar as expectativas de rentabilidade depositadas. Com propriedade Roberto Caldas aponta que

[...] o risco do negócio para os investidores privados é bastante mitigado porquanto, além da sua repartição quando decorrente das hipóteses de

força maior, caso fortuito, fato do príncipe e álea econômica extraordinária do contrato (art. 5º, III, da Lei 11º 11.079/04), e do oferecimento de garantias pelo próprio Governo, tem-se a criação de um Fundo Garantidor, no que tange à União Federal (art. 8º, II, c/c art. 16, da Lei nº 11.079/04), malgrado de constitucionalidade já questionada por doutrina de escol, com um patrimônio vultoso, de cunho privado e a funcionar nos moldes dos fundos de investimento do mercado, livre do contingenciamento orçamentário público e de saques para pagamento de precatórios, restando sua composição a se dar por ações e bens públicos, mediante administração conduzida por um banco estatal federal, o Banco do Brasil S/A (CALDAS, 2011, p. 220).

Embora a criação de um Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP) tenha representado um avanço para a elevação da credibilidade dos empreendimentos submetidos ao regime de Parceria Público-Privadas, e seja ventilada a possibilidade de criação de um fundo semelhante ligado ao BNDES para a garantia de empreendimentos desenvolvidos sob a forma de *project finance*, a iniciativa não é suficiente para resgatar a confiança dos agentes privados, dada a falibilidade dos marcos regulatórios e a diminuta força dos contratos frente ao intervencionismo do Órgão Judiciário, assim como a prevalência de princípios como o da função social em detrimento de argumentos econômicos e financeiros.

Não obstante esse avanço nas condições para o êxito das Parcerias Público-Privadas, o empresariado ainda é bastante desconfiado quanto à segurança jurídica dos denominados contratos de direito público, haja vista a deficiência dos seus chamados "marcos regulatórios" (normas regulatórias) e a prevalência da sua função social quando da solução dos litígios pelo Poder Judiciário, em claro detrimento à rentabilidade dos projetos, em contraponto à inerente assumpção dos riscos de sua realização (CALDAS, 2011, p. 223).

A despeito do louvável propósito da Lei n. 11.079/04, a confiança dos investidores privados requer uma alteração da imagem do Estado e de seus projetos, a segurança de que os compromissos pactuados serão indistintamente cumpridos (CALDAS, 2011).

Devido às limitações deste trabalho, não serão propostas medidas para a alteração da imagem estatal ou subterfúgios que possam funcionar como incentivos ao escoamento de investimentos privados para empreendimentos de infraestrutura e, nem tão pouco, intenta-se assentar que o sistema de garantias concebido no bojo dos arranjos institucionais é suficiente para a alteração das decisões de investimento privado, tornando-se necessário apropriar-se da ideia de que, em um cenário em

que as instituições não são vistas com seriedade, toda ordem de garantias propostas é insuficiente.

## 2.4 Riscos

Os projetos de infraestrutura, além dos riscos inerentes à atividade econômica, sempre estiveram, no Brasil, sujeitos a riscos associados à baixa qualidade dos empreendimentos, falhas na gestão de investimento, atrasos consideráveis na conclusão dos projetos, corrupção, falhas regulatórias e sua mutabilidade conforme conveniência política, incumprimento contratual e ausência de estabilidade política o que, invariavelmente, implica a alteração das normas aplicadas aos setores impactando diretamente a sustentabilidade e a rentabilidade projetada.

Dentre os vários riscos que poderiam ser relacionados, apresentam-se quatro para demonstrar as variáveis a que os empreendimentos, em especial os de infraestrutura, desenvolvidos sob o modelo de *project finance* estão sujeitos.

### a) Risco político

Refere-se ao risco associado à credibilidade e à estabilidade política nacional. Está associado ainda à possibilidade de expropriação, confisco ou nacionalização dos investimentos.

Tais circunstâncias podem ser mitigadas via seguros específicos, mas, em geral, resultam na elevação dos juros sobre os valores mutuados.

### b) Risco regulatório e legal

Esse risco resulta da alteração das normas aplicáveis a determinado setor e das alterações às legislações tributárias ou administrativas que resultem em reflexos adversos sobre a segurança e a rentabilidade do projeto, pois, uma vez dimensionado um projeto considerando um cenário normativo, a alteração das regras aplicáveis ao empreendimento poderá resultar em custos ou necessidade de redimensionamento do empreendimento.

Quanto ao risco legal, não se está se referindo apenas ao descumprimento de normas preexistentes, mas à demora na solução de controvérsias.

Ademais, a insegurança jurídica, que costumeiramente caracteriza esses empreendimentos, decorrentes não raro de quebra de contratos, exigências sem previsão contratuais, mudanças de governos e na legislação, dentre outras causas, explicam a falta de investimentos da iniciativa privada ou, como se nota frequentemente, a elevação dos custos dos projetos, derivados da maior precificação da taxa de retorno (PRESES, 2013).

A mudança de tal quadro exige maior compromisso da Administração Pública com a segurança jurídica. Contratos mais claros, e o respeito a eles, é fator fundamental na atração do investidor do mercado de capitais. Por outro lado, a necessidade de atrair a iniciativa privada para o financiamento da nossa infraestrutura é uma grande oportunidade para construir um mercado financeiro mais robusto e estruturado.

No campo da infraestrutura, particularmente, o comportamento do Estado é crucial para o mercado de capitais. Aliás, como bem ressalta a Professora Paula Forgioni (2012, p. 186-187), fundada nos ensinamentos de Natalino Irti, o mercado é uma ordem porque baseado em comportamentos previsíveis e calculáveis, levando os agentes econômicos a confiar que sua atuação (e a dos outros) será baseada em regras, de forma que o risco estará no sucesso ou insucesso da jogada, e nunca nas regras do jogo (SOUZA, 2015, p. 192).

#### c) Riscos de implantação e operacionais

Esses riscos são relacionados às construção, conclusão e instalação do empreendimento, e o principal método de mitigação desse risco é a contratação de estudos técnicos capazes de basear substancialmente as opções do contrato.

Dentre esses riscos insere-se o problema quanto ao atraso de etapas do empreendimento, o que pode prejudicar a geração de caixa do projeto ou retardar o repasse de recursos, caso o investimento tenha sido fracionado em *tranches*.

Esse risco pode resultar, ainda, do atraso ou da elevação dos custos da matéria-prima ou da mão de obra, assim como da constatação de que a demanda do empreendimento é inferior à que fora projetada.

E, como medidas mitigadoras dos problemas suprarrelacionados, podem-se destacar a prefixação de valores, a imposição de penalidades contratuais e a celebração de contratos de longo prazo.

#### d) Riscos financeiros

Os riscos financeiros representam os riscos relacionados à variação da taxa de juros, nos casos em que os empréstimos são contratados com taxas de juros

flutuantes, ou variação do câmbio, nos casos em que parte do financiamento é contratado em moeda estrangeira.

Esses riscos podem ser mitigados pela diversificação dos empréstimos, pela contratação de seguros e pela aplicação financeira de valores para a formação de uma reserva capaz de socorrer o empreendimento na ocorrência de uma situação de mercado adversa.

### 3 ESTRUTURA DO *PROJECT FINANCE*

#### 3.1 Segregação do empreendimento

A concepção da responsabilidade limitada é um dos maiores avanços da ciência jurídica e econômica para o fomento da atividade econômica, uma vez que a possibilidade de criação de um patrimônio autônomo para o exercício de determinada atividade representou uma garantia de proteção do patrimônio particular do empreendedor e encorajou a assunção dos riscos para o desenvolvimento do comércio e da indústria.

A constituição da pessoa jurídica se dá mediante o arquivamento dos atos constitutivos no órgão registral competente, seguindo-se a versão de parte do patrimônio particular do empreendedor para a formação do capital social, sendo o patrimônio da pessoa jurídica constituída autônomo em relação aos sócios, autonomia esta concretizada por meio da escrituração contábil, pois, sendo a pessoa jurídica uma ficção jurídica, as demonstrações financeiras materializam a segregação patrimonial (FERNANDES, 2016).

Como a técnica do *project finance* foi desenvolvida com vistas a solucionar preocupações quanto à incapacidade ou indisposição de sociedades patrocinadoras de um projeto de assumirem diretamente o endividamento para o custeio de um empreendimento, a criação de uma pessoa jurídica com patrimônio autônomo, como forma de segregação dos riscos do empreendimento, é a estrutura ideal para o desenvolvimento do empreendimento.

Em *project finance*, a segregação do empreendimento é concretizada mediante a formação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) afetada ao desenvolvimento do projeto e que conta com as sociedades patrocinadoras na qualidade de sócias.

A SPE não designa qualquer tipo societário autônomo, mas se refere à circunstância de a sociedade ter sido constituída para a exploração de um empreendimento determinado e como forma de segregar o risco da atividade desenvolvida.

Habitualmente a SPE é constituída para o desenvolvimento de uma etapa ou de todo um projeto, findo o qual, será liquidada, o que poderá se dar sob qualquer tipo jurídico societário que confira limitação de responsabilidade de seus sócios

patrocinadores, ou seja, sociedade limitada ou sociedade anônima aberta ou fechada, sendo a eleição de determinado tipo jurídico resultado das características e interesses envolvidos no caso concreto.

A escolha da sociedade limitada, além da perseguida limitação de responsabilidade ao valor de subscrição das cotas (art. 1.052 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil), tem a vantagem de ser um tipo societário de fácil constituição e operação, ao contrário das sociedades anônimas que têm sua administração burocratizada por exigências de publicação dentre outros atos. Contudo, as sociedades anônimas, além de permitirem a limitação da responsabilidade ao valor do capital social subscrito (art. 1º da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976), restringem a responsabilidade de seus sócios até o valor que falta para a integralização das ações de sua titularidade, no caso de não terem sido totalmente integralizadas, e apresentam a vantagem de serem veículos mais adequados à obtenção de financiamento, ante a possibilidade de emissão de vários instrumentos de dívida e participação do mercado de capitais, além de propiciarem maior transparência, quando se tratarem de sociedades anônimas abertas, tendo em vista a necessidade de publicação de vários atos.

Independentemente do tipo de sociedade empresária eleita, o efeito prático alcançado será o de que a contratação das obrigações para a aquisição de recursos seja realizada diretamente pela SPE, aumentando sua capacidade de captação de recursos.

Como a SPE não tem qualquer histórico de crédito ou patrimônio além daquele afeto ao desenvolvimento do empreendimento, uma vez que sua criação é realizada em função deste, cabe aos agentes financeiros efetuarem o julgamento quanto ao crédito solicitado baseado na expectativa de retorno do empreendimento, ou seja, o empreendimento deve ser estruturado e apresentado de forma que se crie um convencimento quanto à capacidade de geração de lucros e receitas suficientes para manter a operação e pagar o financiamento, o que pressupõe uma alocação eficiente de riscos no desenho do projeto.

Os grandes contributos da limitação de responsabilidade em um *project finance* não destoam das clássicas vantagens da limitação de responsabilidade podendo ser enunciado o incentivo ao empreendedorismo e à aceitação dos riscos inerentes ao negócio, uma vez que o risco se circunscreve ao investimento, não expondo o resto do patrimônio dos patrocinadores, fora obrigações específicas

assumidas em sentido contrário e a possibilidade de diversificação de investimentos, uma vez que o patrocinador pode diversificar a alocação de seus recursos em vários empreendimentos.

Uma vantagem relativa do *project finance*, especialmente quando o princípio de que o crédito deve ser pago com recursos gerados pelo próprio projeto é adotado em sua pureza, está no fato de que os empreendedores não precisam incluir os débitos decorrentes do financiamento em seus demonstrativos contábeis, já que não se tomam formalmente obrigados por eles. A materialização de um tal benefício decorre da inexistência de obrigações de pagamento diretas pelos empreendedores do projeto, e portanto não implica que tais obrigações estejam sendo indevidamente ocultadas de agências reguladoras, de auditores ou do mercado em geral. Em vista de tal característica, os financiamentos para o projeto deixam de ser considerados como um ônus já existente dos empreendedores, que criaria risco adicional para financiamentos ou empréstimos posteriores, o que teria de ser compensado por maiores taxas de juros. Em outro plano, como não constituem obrigações dos empreendedores, não entram no cômputo de limites a endividamento a que eles tenham se obrigado por contratos financeiros anteriores (SALOMÃO NETO, 2004, p. 56).

Já, para os financiadores, os grandes benefícios na segregação de patrimônios observada em um verdadeiro *project finance* está associada à distribuição direta dos fluxos de caixa líquido do projeto para os credores e investidores de capital do projeto (FINNERTY, 1999), além da otimização da capacidade gerencial pela concentração de esforços em um único objeto.

Dada a importância da limitação da responsabilidade jurídica, não só para o *project finance*, mas para a atividade econômica, enquanto elemento de incentivo ao empreendedorismo, insta salientar que a atenuação da limitação da responsabilidade jurídica pelas várias possibilidades legais de sua descon sideração<sup>10</sup> é um fator de risco significativo que afugenta o capital, devendo ser repensado os custos e benefícios sociais dessa medida (FLORENZANO, 2004).

---

<sup>10</sup> A limitação da responsabilidade jurídica é fundamental para a distribuição de riscos e para o estímulo ao empreendedorismo. Ocorre que, com vistas à mitigação de fraudes e sob o pretenso argumento de perseguição da satisfação de um interesse social, o ordenamento jurídico encampa algumas possibilidades de sua descon sideração. Descon sideração esta que derrui a proteção propiciada pela limitação de responsabilidade permitindo, por exemplo, que o patrimônio pessoal dos sócios seja comprometido por dívidas de uma sociedade da qual faça parte, responsabilização que, não raras vezes, alcança até os administradores da sociedade. São numerosos os exemplos de dispositivos legais que propiciam a descon sideração da personalidade jurídica, podendo se destacar entre eles: o §2º, do art. 2º do Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943, que permite a responsabilidade solidária entre sociedades coligadas; os arts. 134 e 135 da Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966, que permite ao fisco alcançar o patrimônio dos sócios nos atos que intervirem ou pelas omissões que forem responsáveis em caso de liquidação de sociedade de pessoas ou, ainda, pelos atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatuto; o art. 34

### 3.2 Modelos e estruturas de participação dos patrocinadores

A sociedade empresária, enquanto unidade de produção coletiva, consiste na organização de recursos para a realização de determinada atividade produtiva, competindo aos sócios obter os recursos naturais, humanos, de capital e financeiros necessários ao desenvolvimento das atividades sociais. Referida contribuição é tão marcante nas sociedades empresárias que está ínsita ao próprio conceito de contrato de sociedade definido no art. 981 do Código Civil como o contrato pelo qual as partes "[...] reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados" (ROSMAN; FERNANDES, 2016, p. 232).

O aporte inicial de recursos para o exercício da empresa pela sociedade empresária é realizado pelos sócios e forma o capital social que, em se tratando de sociedades limitadas ou sociedades anônimas, é realizado em dinheiro ou em bens por expressa determinação legal (art. 7º, Lei n. 6.404/1976; art. 1.055, §2º, Código Civil).

O capital social tem a função vestigial de impulsionar a realização dos objetivos da sociedade empresária e, embora apresente pouca relevância na dinâmica das relações negociais em comparação com toda a extensão do patrimônio da sociedade, se destina a prestar garantia aos credores contra os sócios da sociedade, haja vista que consiste em uma barreira de acesso dos sócios ao patrimônio da sociedade. Isso porque o seu valor corresponde ao numerário mínimo que deve ser retido na sociedade, somente se distribuindo aos sócios o que sobejar da confrontação do capital social com o patrimônio da sociedade, razão pela qual a sua cifra expressa no estatuto ou no contrato social somente é modificada em hipóteses taxativamente previstas em lei (BRAGA, 2016).

---

da Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011, que permite a desconsideração da personalidade jurídica quando houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social, assim como quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocada por má administração; o art. 50 do Código Civil que autoriza ao juiz, quando verificado o abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, desconsiderar a personalidade jurídica. Não bastassem as amplas possibilidades taxativamente previstas no ordenamento jurídico, a jurisprudência corrobora e expande as possibilidades, não raras vezes, de forma inovadora, em especial, na seara trabalhista.

Após a contribuição inicial realizada em nome dos sócios à sociedade, esta poderá obter os recursos necessários ao impulsionamento da atividade econômica exercida por meio de outras fontes, que não o aporte de capital realizado pelos sócios (ROSMAN; FERNANDES, 2016), seja pela insuficiência de recursos próprios ou, até mesmo, em decorrência da compreensão das vantagens em se obter recursos de outras fontes elegendo-se a forma de capitalização da sociedade que apresente os menores custos de capital para o custeio dos objetivos sociais.

Ao discorrer sobre a racionalidade na eleição da forma de ingresso de recursos em uma SPE, Eduardo Salomão Neto aponta que a participação do acionista patrocinador pode decorrer da sua disposição em empreender e auferir os respectivos lucros ou da necessidade de que os financiadores externos vejam o seu comprometimento financeiro como um indicador de congregação de interesses ou mitigador de eventuais riscos, podendo os recursos do acionista patrocinador ingressar na SPE como capital ou mútuo, decisão que comumente está assentada em questões tributárias, como a possibilidade de deduzir os juros da operação de mútuo como despesa na apuração do lucro real, o que reduz o lucro tributável nas sociedades.

A participação parcial dos empreendedores no financiamento necessário para o projeto pode ter por causa a indisponibilidade de recursos de financiadores para o custeio da totalidade do projeto, a necessidade de mitigar riscos inaceitáveis para os financiadores ou a própria disposição de participar dos empreendedores, confiantes no lucro do projeto.

Em qualquer caso, seus recursos poderão ser entregues como capital ou como empréstimos à sociedade que desenvolve o projeto. A escolha poderá ser influenciada por fatores como planejamento fiscal, já que o pagamento de juros pela sociedade do projeto reduz seu lucro tributável, mas sofre por outro lado incidência de tributação na fonte para o financiador. O lucro tributável da sociedade que detém o projeto sofre em regra ônus fiscal de mais de 30% relativo a Imposto de Renda e contribuição social sobre o lucro, enquanto que a tributação na fonte se faz por alíquota bastante inferior a isto. Em condições normais isso levaria a concluir que a melhor opção seria sempre a concessão de empréstimo, caso em que o lucro seria reduzido e se livraria de tributação por alíquota superior a 30%, tendo por contrapartida o pagamento de imposto por alíquota inferior sobre os juros. Em comparação, o investimento de capital não permite a dedução dos dividendos que são sua contrapartida, embora não acarrete também qualquer tributação na fonte sobre os dividendos. Essa análise pode, entretanto, sofrer alteração em caso de a sociedade do projeto não dever apresentar lucro tributável em seus primeiros anos de operação, caso em que a dedução dos juros não poderia ser aproveitada, ou em caso de tributos pagos no Brasil poderem ser aproveitados para diminuição da carga tributária estrangeira de um determinado financiador (SALOMÃO NETO, 2004, p. 76).

No tocante à aludida possibilidade de dedução de juros, desde 2009, com a Medida Provisória n. 472, convertida na Lei n. 12.249, de 11 de junho de 2010, foi restringida para fins fiscais como forma de se obstar o endividamento abusivo das sociedades empresárias. Nesse sentido, seguem as lições de Igor Muniz.

A lei acima referida estabelece, em resumo, que os juros pagos ou creditados por fonte situada no Brasil a pessoa física ou jurídica, vinculada nos termos do artigo 23 da Lei n° 9.430/96, residente e domiciliada no exterior, não constituída em país ou dependência com tributação favorecida ou sob regime fiscal privilegiado, somente serão dedutíveis quando constituírem despesa necessária a atividade e até o limite de 2 (duas) vezes o valor da participação da vinculada no patrimônio líquido da pessoa jurídica residente no Brasil (no caso de pessoa jurídica estrangeira que tenha participação na sociedade brasileira) ou de 2 (duas) vezes o valor do patrimônio líquido da pessoa jurídica residente no Brasil (no caso de inexistência de vínculo de natureza societária).

No caso de operação realizada com entidade situada em país ou dependência com tributação favorecida ou sob regime fiscal privilegiado, a dedução deve obedecer ao limite de 30% do valor do patrimônio líquido da pessoa jurídica residente no Brasil.

O excesso de juros em relação aos limites indicados acima será considerado como despesa não necessária a atividade da empresa, conforme definido no artigo 47 da Lei n° 4.506/64, acima transcrito, e não será dedutível para fins do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido (MUNIZ, 2014, p. 231).

Ocorre que a assunção da posição de patrocinador estaria, ainda, ligada a outra ordem de fatores que transbordam qualquer racionalidade tributária. Segundo John D. Finnerty, os patrocinadores julgam a atratividade de determinado empreendimento pelos benefícios esperados do empreendimento, benefícios estes que podem consistir na taxa de retorno dos recursos aplicados, na "obtenção de uma fonte garantida de fornecimento através da aceitação de alguma parcela da produção do projeto" (FINNERTY, 1999, p. 154) ou por meio da fidelização de um mercado para o escoamento de sua matéria-prima ou contratação de seus serviços ou assegurar um mercado garantido para sua própria produção por meio da venda de matérias-primas ou fornecimento de um serviço ao projeto.

Além dos benefícios esperados, os patrocinadores também devem estimar os riscos desta condição, que não se resumem aos riscos financeiros e atinentes ao próprio empreendimento ou à empresa, entendendo-se esta como a atividade econômica exercida, abrangendo, também, eventuais aportes extraordinários de recursos em virtude de excedente de custos não projetados (FINNERTY, 1999).

Importa destacar que é comum que os investidores se interessem pela posição de patrocinadores em estágios mais avançados, quando já há um histórico

de lucratividade ou o prazo para o início do pagamento de dividendos ou de outros títulos subordinados é diminuto (FINNERTY, 1999). Isso porque a fase de construção do empreendimento é o período em que se têm despesas sem qualquer receita que possa compensá-las. É nesse momento que comumente se verificam atrasos e se investe a maior escala de recursos, não raras vezes, em razão de circunstâncias indesejadas ou inesperadas, podendo o emprego de recursos próprios nessa fase consistir em uma forma de mitigação dos riscos do empreendimento.

Este é o período das despesas sem receita. Também é o das descobertas algumas vezes dispendiosas e dos atrasos. Duas formas específicas de proteção são utilizadas para acompanhar e conter, da melhor forma possível, a evolução dos riscos:

- a distribuição adequada dos recursos próprios e dos recursos por empréstimo. A presença de recursos próprios é o melhor testemunho de confiança que um investidor poderá oferecer a um banqueiro e a melhor garantia para este de tomar-se incorporador de um empreendimento que não exporá seu nome publicamente. O usual é esgotar os fundos próprios antes de começar a utilização dos créditos;
- um desembolso intrinsecamente vinculado a soluções técnicas precisas de realização, com uma destinação assegurada dos recursos utilizados às despesas de construção previstas no contrato, e devidamente controladas.

[...]

Muitas vezes, durante este período de risco máximo para os incorporadores, o financiamento será feito com recursos contra os promotores, aguardando a recepção dos trabalhos e a verificação da capacidade de funcionamento, para reverter-se ao domínio do verdadeiro financiamento sem recursos (MATTOUT, 2011, p. 118).

### 3.3 Estrutura de capital em *project finance*

É consabido que o capital financeiro das sociedades pode advir de uma fonte interna, também denominada capital próprio, compreendendo-se o lucro proveniente das atividades da própria sociedade (ROSMAN; FERNANDES, 2016) ou os recursos transferidos pelos sócios ao integralizar o capital social, ou externa, também nomeada capital de terceiros, inserindo-se aqui as transferências de capital do patrimônio de outra pessoa que podem se dar mediante a captação de linhas de crédito, empréstimos bancários, valores mobiliários, adiantamento de recebíveis entre outros (RIBEIRO, 2016).

Cumprе apontar que a supracitada classificação do capital segundo a sua fonte não é unânime. José Luiz Bulhões Pedreira, por exemplo, leciona que somente o lucro acumulado pela sociedade seria uma fonte de capital interna, sendo o capital

externo toda a transferência de capital de outra pessoa para a sociedade, podendo se segmentar tais fontes de capital externo em fonte de capital externo próprio ou fonte de capital externo de terceiros, conforme a existência ou não da obrigação de restituir os valores empregados.

A fonte de capital pode ser externa ou interna. Fonte externa é o patrimônio de outra pessoa que é o termo inicial de um fluxo de transferência de capital para a sociedade empresária. Fonte interna é o lucro ganho pela sociedade e acumulado no patrimônio como capital próprio.

Daí dizer-se que o reinvestimento de lucro é modalidade de “autofinanciamento” da sociedade empresária. Cabe ressaltar, todavia, que embora a fonte do capital formado mediante acumulação de lucro seja o patrimônio da sociedade empresária, esse lucro é formado com valor financeiro transferido de outros patrimônios.

As fontes externas são sempre - em última análise - patrimônios de outras pessoas, mas quando essas pessoas participam de mercados financeiros organizados dizemos que a origem do capital são os mercados, ou os investidores e intermediários desses mercados.

Conforme o capital seja transferido para a sociedade empresária com ou sem nascimento de obrigação de restituição, as fontes são de capital de terceiros ou próprio (PEDREIRA, 2009, p. 1.357).

Segundo José Luiz Bulhões Pedreira, os subscritores de ações, doadores de bens e direitos ou os subscritores de outros valores mobiliários de emissão da sociedade, tais como partes beneficiárias ou bônus de subscrição são fontes externas de capital próprio.

Já as fontes de capital de terceiros seriam, conforme a doutrina de José Luiz Bulhões Pedreira, alcançadas por meio de negócios jurídicos concretizados no mercado financeiro, destacando-se o empréstimo concedido por instituições financeiras como a modalidade usual de captação de recursos, marcada pela alta taxa de juros e existência de restrição de crédito, principalmente em períodos críticos como o que a economia brasileira vivencia atualmente, o que incentiva a perseguição de modalidades alternativas de captação de recursos.

Toda essa dinâmica de circulação de capital em uma sociedade é objeto de estudo das finanças corporativas que é uma área de finanças dedicada ao estudo das decisões financeiras e seu impacto na organização. No âmbito desses estudos, têm-se três importantes conceitos fundamentais para a compreensão do *project finance*, quais sejam: financiamento, alavancagem e estrutura de capital.

O financiamento diz respeito à forma de captação de recursos para uma organização que podem ser resumidas em três origens distintas sendo a primeira proveniente da contribuição financeira dos sócios ou patrocinadores como se prefere

nomear neste trabalho; a segunda o aporte de recursos por terceiros havendo várias formas de ingresso desses recursos na organização e a terceira, proveniente dos resultados gerados pela própria sociedade (FERNANDES, 2016).

Alavancagem, por sua vez, demonstra a relação de proporcionalidade entre o aporte de capital realizado pelos patrocinadores, e o financiamento de terceiros, enquanto estrutura de capital refere-se à forma com que uma organização se financia e distribui as suas fontes de recurso.

Compreendidos os sentidos dos termos financiamento e alavancagem, assim como a diversidade de formas de ingresso de capital, importa destacar que a alavancagem financeira é uma característica invariavelmente presente no *project finance*.

É necessário firmar que, enquanto no *corporate finance* a maior parte dos riscos são assumidos pelos patrocinadores que se comprometem pessoalmente com as garantias fornecidas na contratação de recursos para o empreendimento ou desembolsam a maioria dos recursos necessários para a execução deste, no *project finance*, os financiadores são os personagens com maior exposição ao risco porque a maioria dos projetos tem alto nível de alavancagem.

Tratando-se de *project finance* comumente apenas algo em torno de 20 (vinte) a 30% (trinta por cento) dos recursos necessários ao empreendimento são suportados pelos patrocinadores, isto, ainda, como forma de promover a exposição patrimonial do patrocinador já que esta não se dá mediante o oferecimento de garantias pessoais na contratação de recursos. O restante do capital necessário ao empreendimento é fornecida por terceiros, e as garantias se concentram nos direitos inerentes ao empreendimento a ser desenvolvido e na sua expectativa de rentabilidade futura.

O percentual de participação do acionista patrocinador na sociedade constituída para explorar o projeto pode ser tão diminuto quanto seja aceitável para o financiador externo. Em regra, este exige como condição da concessão de seu financiamento contribuições do acionista patrocinador na forma de capital social ou, por vezes, empréstimo subordinado, em montante não inferior a 20% ou 30% do total de recursos necessários a implementação do empreendimento, como forma de assegurar um grau de comprometimento mínimo, via exposição patrimonial. Do contrario, sem qualquer exposição patrimonial palpável, o acionista patrocinador poderia ser levado a abandonar o empreendimento ao menor sinal de dificuldade (ENEI, 2007, p. 165).

Em uma sociedade comum que não esteja afeta a um único empreendimento, os financiadores atuam para que a sociedade com alto nível de alavancagem não empreenda projetos de elevado risco. Isso decorre do elevado custo de agência<sup>11</sup> incitado pelo interesse da sociedade em empreender projetos de alto custo e alto retorno e o interesse contraposto dos financiadores em garantir o retorno de seu investimento (ROSMAN; FERNANDES, 2016).

No entanto, o *project finance* é desenhado contratualmente para compor esses interesses e abarcar uma sociedade com alto índice de alavancagem, seja pela oferta de juros mais atrativos, seja por meio da acomodação de interesses possibilitada pela rede de contratos.

Cumprе observar que a excessiva alavancagem pode implicar a sub-capitalização ou, em outras palavras, a fixação de um capital social inadequado ao objeto da sociedade, o que ordinariamente poderia ser interpretado como uma espécie de fraude como anota Alfredo Lamy Filho.

Cabe, ainda, uma referência ao exame - que vem sendo feito na Europa, especialmente na Alemanha - do problema da sub-capitalização, ou melhor, da necessidade de fixar-se uma relação de razoabilidade entre o capital social fixado no estatuto social e o objeto a que se propõe a empresa. E que, gozando do benefício da limitação de responsabilidade, algumas vezes os sócios preferem fixar um capital mínimo, inadequado ao que se propõe a companhia, e fornecer-lhe os recursos sob a forma de empréstimos. Com esse expediente aumentam a capacidade da empresa de distribuir dividendos, pois a conta de capital fixado no balanço é inexpressiva, além de, na hipótese de falência, concorrerem com os demais credores em posição de igualdade. Comprovado o fato de ter sido intencional e manifestamente inadequada a relação entre capital e objeto social, o fato pode caracterizar fraude, sujeita a correção judicial (LAMY FILHO, 2009, p. 211).

Nos Estados Unidos foi fixada uma tese jurisprudencial de que, se constatado o subinvestimento, os sócios não poderiam opor o princípio da segregação patrimonial inato à personalidade jurídica para obstar a excursão dos bens dos sócios por dívida da sociedade (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008), dado que a alavancagem da sociedade em determinadas circunstâncias poderia ser

---

<sup>11</sup> A expressão custo de agência refere ao dispêndio decorrente da falta de alinhamento dos interesses dos proprietários do capital e dos administradores no âmbito de uma sociedade empresária ou outra organização, ou, ainda, dos interesses do controlador em oposição aos dos minoritários, em sociedades com controle definido.

considerada uma espécie de fraude aos credores da sociedade. Nesse sentido, seguem os apontamentos de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho.

Entendemos que, vindo a falir a sociedade controlada, seriam de se considerar ineficazes *pleno jure*, contra a massa, as garantias reais ou os privilégios eventualmente ligados ao crédito do controlador mutuante, que passaria, portanto, a concorrer, em igualdade de condições, com os credores sociais simplesmente quirografários. Sobreleva, aí, a consideração da insuficiência de capital, que a jurisprudência norte-americana assinala, com razão, como um dos fundamentos da teoria do *lifting the corporate veil* perante terceiros. Um dos deveres do controlador, em relação aos credores sociais, é o de prover adequadamente a companhia de capital, tendo em vista o fato de que este representa a principal garantia do passivo social. Nessas condições, se a sociedade necessita de um incremento de recursos próprios, para continuar a exercer, satisfatoriamente, a sua atividade empresarial, não compete ao controlador fazer-lhe empréstimos, mas subscrever e integralizar aumentos de capital. Ao colocar-se na posição de credor mutuante, e não de subscritor de novas ações, ele quis, sem dúvida, furtar-se ao risco do investimento. Mas este constitui uma das regras essenciais do jogo. A lei não pode coonestar a sua supressão (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 494).

Ocorre que a legislação brasileira, via de regra, não estabelece capital social mínimo ou limites de endividamento, e a jurisprudência nacional não esboça o entendimento de que a inadequação do capital social seria uma circunstância ensejadora da desconsideração da personalidade jurídica. Assim segue a doutrina de José Virgílio Lopes Enei.

Note-se que a integralização de um capital social bastante inferior ao volume de recursos necessários a implantação do projeto não encontra obstáculos na legislação brasileira, a qual não impõe dever de capital social mínimo aos acionistas, tampouco nível máximo de endividamento (medido, por exemplo, pela relação entre o total da dívida e o capital social). A jurisprudência brasileira também não tem registrado a aplicação da doutrina da desconsideração da personalidade jurídica com base em insuficiência ou inadequação do capital social, ao contrário da jurisprudência norte-americana, em que o chamado *thin capital*, ou capital inadequado, pode dar ensejo ao *piercing of the corporate veil* (ENEI, 2007, p. 165).

Não bastassem as razões retromencionadas, a própria estrutura do *project finance* desqualifica eventual desconfiança quanto a sua subcapitalização enquanto forma de fraudar os credores dado que a sua estrutura contratual e de garantias já impõe uma série de condições que garantem a subordinação dos direitos dos patrocinadores em relação aos dividendos, e os mútuos eventualmente contratados entre os patrocinadores e a SPE são geralmente subordinados, subordinação esta

taxativa na hipótese de falência da sociedade conforme disposto no art. 83, inciso VIII da Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 (Lei de Falências).

Importa salientar que o crédito subordinado é entendido como uma espécie de crédito subquirografários, o que implica o pagamento do titular dessa posição somente após a satisfação dos demais credores, inclusive os quirografários (MUNIZ, 2014), podendo tal subordinação decorrer da lei ou do contrato, como anota Igor Muniz.

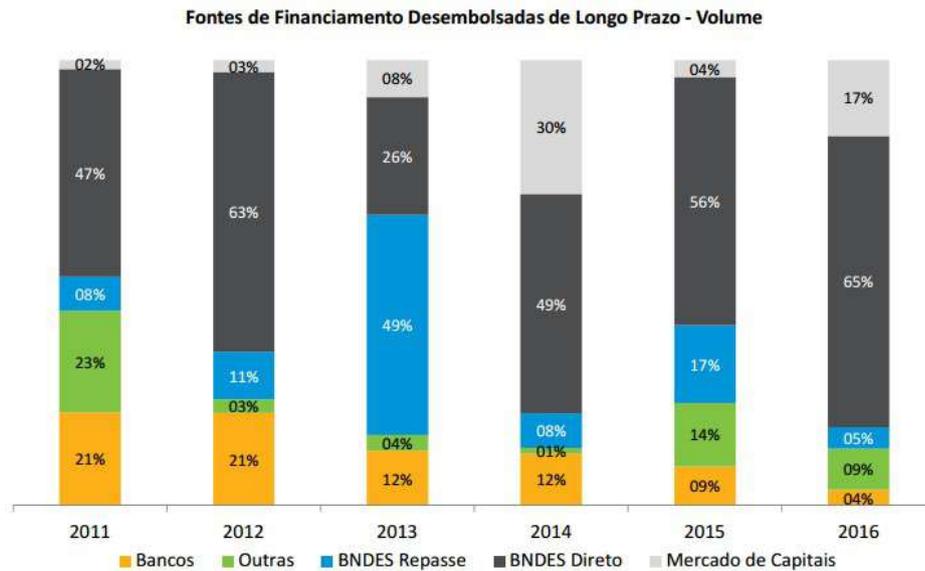
Na perspectiva da LRF, existem os créditos subordinados por expressa disposição legal (artigo 83, VIII, "a", primeira parte) não previstos nesse diploma normativo e aqueles expressamente elencados na LRF (artigo 83, VIII, "b"), quais sejam os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício. Ao lado destes, a LRF reconhece os créditos subordinados por vontade das partes, conforme expressa em contrato (artigo 83, VIII, "a", segunda parte) (MUNIZ, 2014, p. 204).

### 3.3.1 Fontes externas de financiamento do *project finance*

Como já abordado, a formação do capital financeiro para a consecução dos objetivos da SPE, assim como de qualquer sociedade empresária, pode advir de fontes internas e externas, sendo o capital de fontes externas obtido mediante trocas que ocorrem nos mercados financeiros, entendendo-se a expressão "[...] mercado financeiro como o gênero dos mercados em que os agentes econômicos trocam bens financeiros" (PEDREIRA, 2009, p. 1.360).

Na atualidade poder-se-iam elencar inúmeras fontes de recursos para financiamento de: [...] "(i) médio prazo, para micro e pequenos empreendimentos; (ii) médio e longo prazo, para médios e grandes empreendimentos" (SEIXAS, 2007, p. 44), sendo os recursos disponibilizados para financiamento parcial ou total do empreendimento, com prazos de carência e pagamento ajustados a cada modalidade de financiamento contratado. No que é pertinente às fontes externas de financiamento, ou seja, aos terceiros responsáveis pelo aporte de capital via mútuo ou aquisição de valores mobiliários emitidos no contexto de um *project finance*, pode-se destacar como as principais fontes de recursos para financiamento: (i) as instituições públicas de fomento; (ii) os organismos multilaterais; (iii) as agências bilaterais de crédito; (iv) os bancos comerciais; (v) o mercado de capitais internacional ou nacional.

Gráfico 1 – Fontes de Financiamento Desembolsadas de Longo Prazo - Volume



Abertura das "Outras" Fontes de Financiamento					
ANO	BID	BNB	ECA	Fontes de Financiamentos Regionais	Fundos de Poupança Compulsória
2016	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	2.4%
2015	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	13.3%
2014	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%
2013	1.6%	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%
2012	2.3%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
2011	6.3%	2.8%	1.4%	12.2%	0.1%

Fonte - Boletim de Financiamento de Projetos, ANBIMA, 2017.

a) Instituições públicas de fomento

As instituições públicas de fomento são organismos governamentais que estimulam setores da economia via concessão de subsídios, sendo a principal fonte de concessão de crédito para projetos de longo prazo e de infraestrutura.

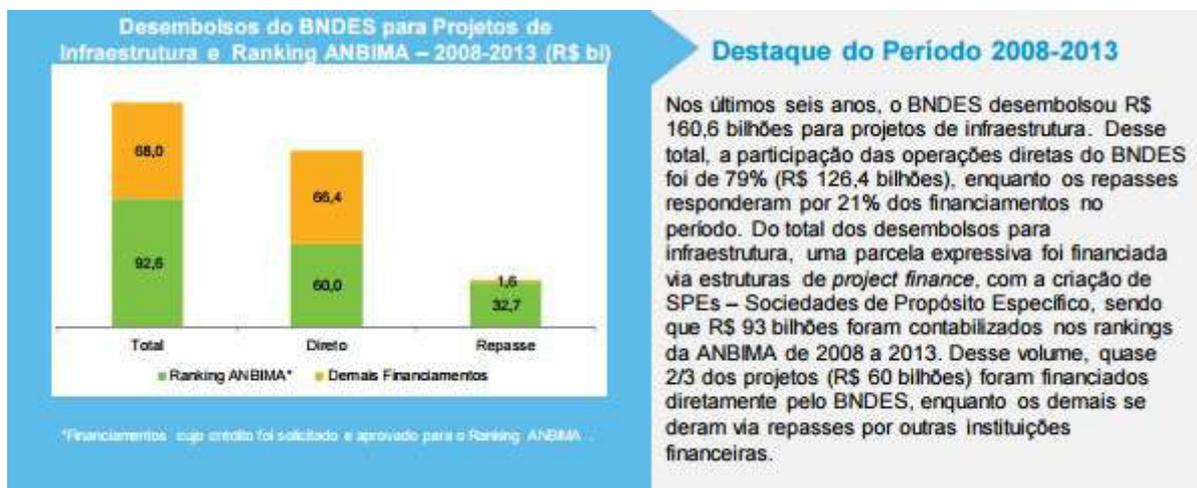
Prova marcante da relevância das instituições públicas de fomento é o fato de que os recursos governamentais, veiculados especialmente por meio do BNDES e da Caixa Econômica Federal (CEF), corresponderam a mais de 62% dos investimentos em infraestrutura em 2014 (FRISCHTAK; NORONHA, 2016), somados a essa conta os recursos garantidos pelo Tesouro, como os empréstimos realizados pelo Banco Mundial e pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) a estados e municípios, a participação governamental alcança a cifra de 83% dos investimentos em infraestrutura (FRISCHTAK; NORONHA, 2016).

Existem diversas instituições de fomento no Brasil sendo as mais destacadas o BNDES, CEF, Banco do Brasil (BB), Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco da Amazônia (BASA), havendo, ainda, inúmeras agências estaduais de fomento que operam com fundos estaduais e com repasses do próprio BNDES (FRISCHTAK; NORONHA, 2016).

Frise-se que a participação do BNDES não se restringe à formação de capital externo de terceiros, havendo uma forte atuação dessa instituição na formação de capital próprio por meio da aquisição de participações societárias, atuação esta noticiada por José Luiz Bulhões Pedreira.

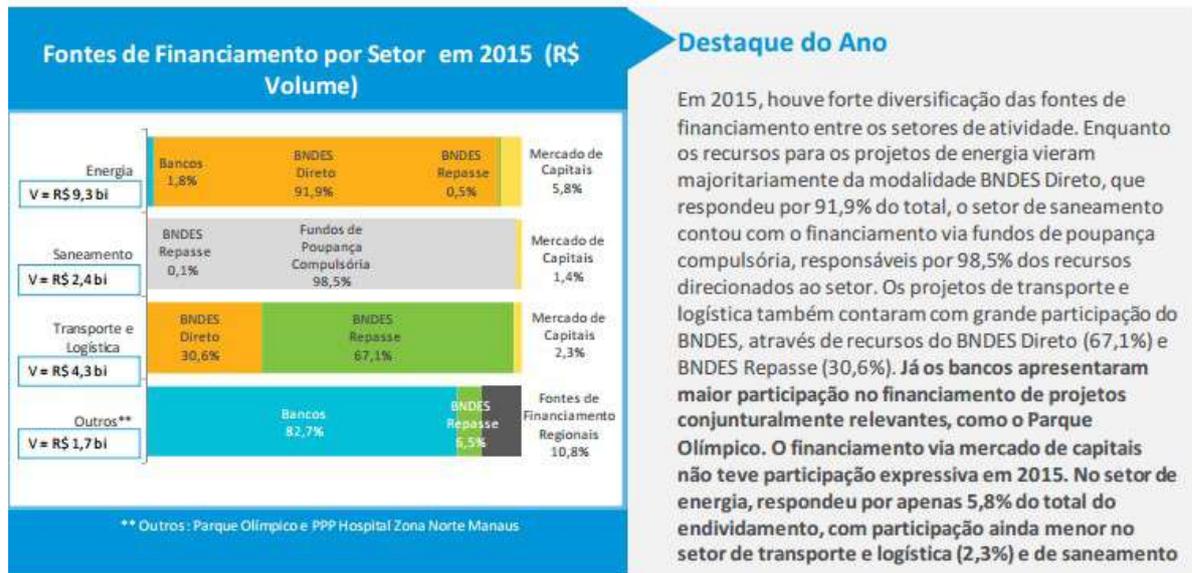
A insuficiência do nosso mercado primário de ações como fonte de Capital próprio da empresa privada nacional levou o Estado a suplementar o capital de risco captado pelo empresário privado subscrevendo - por meio do BNDES e suas subsidiárias, ou de bancos estaduais de desenvolvimento - ações preferenciais ou posições minoritárias de sociedades privadas. Esses bancos são, portanto, fontes de capital próprio da sociedade empresária (PEDREIRA, 2009, p. 1358).

Grafico 2 – Desembolsos do BNDES para Projetos de Infraestrutura e Ranking ANBIMA – 2008-2013 (R\$ bi)



Fonte - Boletim de Financiamento de Projetos, ANBIMA, 2014.

Gráfico 3 – Fontes de Financiamento por Setor em 2015 (R\$ Volume)



Fonte - Boletim de Financiamento de Projetos, ANBIMA, 2016.

Ocorre que a crise econômica enfrentada pelo Brasil desde 2011,<sup>12</sup> associada à crise política instaurada pela Operação Lava Jato,<sup>13</sup> resultou em uma contenção de gastos e reduziu o caixa do BNDES, o que abreviou o poder de intervenção do Estado na economia e abriu espaço para maior participação e desenvolvimento da maturidade do mercado de capitais, uma vez que o acesso aos recursos do BNDES se tornou mais dificultoso (BERTOLDI, 2015).

O momento experimentado pela economia brasileira impulsionou uma rodada de incentivos para a área de infraestrutura e a disposição para a mudança no marco regulatório das concessões como medidas para atrair o capital privado ante a escassez de recursos públicos e promover o reaquecimento da economia. Para isso, o Estado tem cogitado o desenvolvimento de mecanismos para diminuir os riscos do financiamento privado de infraestrutura, dentre os quais, se destacam a criação de seguros que dêem garantia às debêntures de infraestrutura, assegurando o fluxo de

<sup>12</sup> A queda dos preços das *commodities* (grande aposta do mercado nacional), os gastos públicos desenfreados e a incapacidade da indústria nacional de competir com produtos importados resultaram na deterioração das contas públicas e na desaceleração da economia, o que vem se arrastando ante pífias tentativas de reacender a economia. Leia mais em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-05/entenda-crise-economica>>

<sup>13</sup> A operação Lava Jato é a maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro da história do Brasil e já atingiu altos cargos das três esferas do poder. Leia mais em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>

pagamento no caso de atrasos e a remuneração dos títulos emitidos desde o momento de sua emissão, medidas que visam reduzir os riscos associados aos projetos e, via de consequência, tornar os títulos de securitização emitidos mais atraentes ao investidor (JORNAL DO COMÉRCIO, 2015).

A crise só veio confirmar o entendimento de que o Estado e os bancos públicos não podem ser os principais promotores dos recursos necessários aos projetos de infraestrutura, sob pena de se solapar a capacidade de crescimento do País. Prova disso é o fato de os empreendimentos sob a modalidade de *project finance*, no ano de 2016, movimentaram R\$19.100.000,00 (dezenove bilhões e cem milhões de reais) e envolveram 27 (vinte e sete) operações, o que representa um recuo de 29,8% (vinte e nove e oito décimos por cento) em volume de recursos e de 27% (vinte e sete por cento) comparados com as movimentações realizadas em 2015 conforme Boletim da Associação Brasileira das entidades dos mercados financeiro e de capitais (ANBIMA) de Financiamento de Projetos (ANBIMA, 2017).

Tabela 1

## Financiamento de Projetos Estruturados de Longo Prazo

Financiamento de Projetos Estruturados de Longo Prazo				
	Capital Próprio	Dívida	Investimento <sup>1</sup>	
	R\$ bilhões	R\$ bilhões	R\$ bilhões	Nº
2016	7.9	11.3	19.1	27 <sup>2</sup>
2015	9.6	17.7	27.2	37 <sup>2</sup>
2014	3.9	8.4	12.3	58
2013	11.4	19.8	31.3	51
2012	17.1	41.8	58.9	51
2011	8.3	19.9	28.2	74

Fonte - Boletim de Financiamento de Projetos, ANBIMA, 2017.

Note-se que a maioria do crédito de longo prazo tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase sessenta e dois por cento dessa carteira de crédito. Ou seja, é premente a necessidade de impulsionar-se o mercado de financiamento privado de longo prazo (BRASIL, 2010), elevando-se o protagonismo dos bancos privados e do mercado de capitais, principalmente em um contexto econômico e fiscal adverso como o

experimentado atualmente pelo Brasil, cenário em que a participação governamental no custeio da infraestrutura é limitada e deve ser reavaliada (FRISCHTAK; NORONHA, 2016, p. 20).

b) Organismos multilaterais

São instituições financeiras internacionais subsidiadas por seus países membros e que têm como missão o desenvolvimento humano e a melhoria da qualidade de vida da população por meio da concessão de crédito. São exemplos de agências multilaterais: o Banco Mundial (BIRD), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), a Corporação Andina de Fomento (CAF), o Fundo Financeiro para Desenvolvimento da Bacia do Prata (FONPLATA), o Fundo Internacional para o Desenvolvimento Agrícola das Nações Unidas (FIDA), e o Banco Europeu de Investimentos (BEI) entre outros.

A participação de organismos multilaterais no fornecimento de recursos para projetos de infraestrutura tem sido uma tendência e eleva a confiança de investidores dado que o cumprimento das obrigações com organismos supranacionais é uma máxima perseguida, não só pelo Brasil, mas também pela maioria dos países por ter influência direta na credibilidade do País perante o cenário mundial. Nesse sentido, são os apontamentos de Waldery Rodrigues Júnior.

A atuação de organismos internacionais como o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o EXIMBANK na estruturação financeira de grandes projetos de infra-estrutura tem mostrado forte tendência de maior ênfase nessa modalidade. Um ponto importante é o efeito de atratividade para o capital do setor privado, em projetos em que há o envolvimento dessas agências, o que leva à consideração de que a participação das agências multilaterais ou de crédito à exportação é quase obrigatória para assegurar uma viabilidade nos projetos do tipo PF (RODRIGUES JUNIOR, 1997, p. 18).

c) Agências bilaterais de crédito

Imbuídos do desejo de auxiliar países subdesenvolvidos ou desenvolvidos a custearem projetos de interesse social, vários países criaram instituições responsáveis por concederem uma ajuda oficial ao desenvolvimento. Tais instituições podem ser acessadas por entes federativos ou organizações da sociedade civil com vistas à obtenção de recursos para projetos desenvolvidos.

Destacam-se, entre as agências bilaterais de crédito, o Banco de Desenvolvimento Alemão (KfW – *Kreditanstalt für den Wiederaufbau*), a Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD) e o Banco Japonês para a Cooperação Internacional (JBIC) entre outros.

d) Bancos comerciais

Os bancos comerciais são instituições financeiras que têm como objeto suprir de recursos pessoas físicas ou jurídicas na consecução de interesses próprios e desempenham um destacado papel em outras jurisdições na concessão de recursos para projetos de longo prazo e de infraestrutura, o que, muitas vezes, se dá de forma sindicalizada<sup>14</sup>, operação que lhes permite repartir os riscos do financiamento e associar-se a um parceiro com maior experiência nessa modalidade de financiamento.

No Brasil, os bancos comerciais têm linhas de crédito específicas para *project finance*, mas, como são avessos ao risco e por não terem experiência na análise de crédito desses empreendimentos, suas taxas de juros são mais elevadas que a de instituições públicas de fomento, concentrando prioritariamente sua atenção em operações mais curtas como a concessão de empréstimos-ponte ou de recursos para pagamento de outorgas ou de outras despesas não cobertas pelo BNDES (FRISCHTAK; NORONHA, 2016), sendo comum ainda atuarem de forma acessória como consultores financeiros.

No caso do Brasil, o processo inflacionário destruiu o mercado de crédito de longo prazo, e sua reativação gradativa com a estabilização propiciada pelo Plano Real foi alvejada pela crise econômica recente (e o aumento da inflação). Os bancos voltaram a ter uma forte postura defensiva e conservadora, alocando recursos para empréstimos a prazos mais longos apenas no caso de crédito direcionado, como para o setor de habitação (FRISCHTAK; NORONHA, 2016, p. 24).

Importa salientar que instituições públicas como o BNDES e a CEF, principais financiadores de projetos estruturados, como o *project finance*, e que concedem empréstimos com as menores taxas de juros do mercado, demoram em

---

<sup>14</sup> “O empréstimo sindicalizado é a operação pela qual um grupo de credores se reúne para conceder um financiamento a determinado tomador” (GUIMARÃES; PIMENTEL; VAZ, 2016, p. 433).

média de 8 (oito) a 12 (doze) meses para a aprovação do empréstimo, circunstância que torna necessária a obtenção de empréstimo-ponte em bancos comerciais (ROCKMANN, 2015).

Gráfico 4 – Ranking de Longo Prazo de Financiamento de Projetos



Fonte- Boletim de Financiamento de Projetos, ANBIMA, 2014.

#### e) Mercado de capitais

O sistema financeiro propicia a transferência de recursos de agentes econômicos que tenham recursos excedentes para os agentes econômicos carentes desses recursos, podendo a intermediação de recursos se dar de forma direta, e a interface se dá diretamente entre o tomador dos recursos e o aplicador destes, ainda que por meio de instituições facilitadoras como o são a bolsa de valores, as corretoras e demais agentes do mercado ou, de forma indireta, hipótese em que há a interposição de uma instituição financeira entre o tomador e o aplicador, ou seja, a instituição financeira agrega o recurso de inúmeras fontes e disponibiliza o mesmo ao tomador.

O mercado de capitais é qualificado como uma forma de desintermediação por possibilitar que o tomador acesse diretamente a poupança popular, ou seja, esse mercado possibilita que o tomador faça uma interface direta com o público

investidor, apresentando o empreendimento e prospectando recursos por meio da negociação de participações societárias ou valores mobiliários<sup>15</sup>.

Expressar a relevância do mercado de capitais na economia requer um exercício histórico para a real compreensão da importância de tal mercado.

Em meados da década de 1970, com a emergência da crise do petróleo, o desenvolvimento da energia nuclear e da tecnologia, somados ao processo de globalização que redefiniu as relações do mercado mundial e inaugurou um cenário cada vez mais competitivo e interligado, foi iniciado um processo que impôs a derrocada do Estado provedor e possibilitou o vislumbre de um Estado Democrático de Direito.

A alteração prospectiva do modelo de Estado implicou na redesignação de sua incumbência que outrora seria a de agente econômico e promotor do desenvolvimento, concentrando-se doravante na missão de funcionar como agente normativo e regulador, conforme art. 174 da Constituição da República, isto é, o modelo de estado proposto redundava na circunstância de que, enquanto a iniciativa privada, ainda que mediante incentivos estatais, assumiria o papel de agente econômico e promotor do desenvolvimento, incumbiria ao Estado reprimir o abuso do poder econômico primando pela defesa da livre iniciativa e da livre concorrência, assim como pela eficiência dos mercados (BRAGA, 2016).

Note-se que, já em 1976, doze anos antes da promulgação da Constituição da República, de 1988, diante da evolução das sociedades anônimas e da sua compreensão como ente abstrato em que a gestão direta e administrativa poderia estar dissociada dos interesses patrimoniais dos acionistas, já era perceptível a necessidade de substituir-se o estado na função de promotor direto dos avanços econômicos via mercado de capitais.

A Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e a Lei n. 6.404 (Lei das

---

<sup>15</sup> Segundo as lições de Natália Cristina Chaves, diante da ausência de uma definição conceitual do que seriam os valores mobiliários, a identificação destes títulos poderia se dar através de suas características. "Os requisitos necessários à consideração de um título ou contrato de investimento como valor mobiliário, de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, são: a) emissão em massa (tendo em vista a coletividade de investidores); b) fungibilidade (possibilidade de substituição por outros títulos de mesma espécie, quantidade e qualidade); c) negociabilidade (seja no mercado de valores mobiliários ou fora deles); d) caráter de investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração; e) intuito lucrativo; f) existência de interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; e g) presença da figura do risco; h) direitos e deveres oriundos da relação jurídica não se materializando necessariamente mediante a emissão de título, podendo os valores mobiliários serem incorpóreos" (CHAVES, 2006, p. 100).

Sociedades Anônimas), de 15 de dezembro de 1976, foram concebidas no ânimo de criar um tipo jurídico de sociedade adequado à organização e ao funcionamento de grandes sociedades privadas, além de criar uma estrutura que estimulasse o espírito associativo aberto à procura da poupança popular e institucional como alternativas de financiamento em detrimento do financiamento bancário e de créditos públicos.

A Lei das Sociedades Anônimas, especialmente em sua concepção, já intentava preparar um cenário adequado ao grande capitalismo, cenário este já identificável nos países desenvolvidos pela aglomeração da poupança por meio do mercado de capitais, disponibilizando à iniciativa privada maior diversidade de opções de emissão de títulos e de valores mobiliários para sua capitalização (BRAGA, 2016).

Atualmente, o mercado de capitais é uma destacada alternativa à desintermediação financeira bancária que consiste em um importante sistema de circularização de valores mobiliários que permite o acesso a recursos de investidores institucionais e à poupança popular. Nesse mercado, as companhias obtêm recursos dos investidores por meio de valores mobiliários ao invés das instituições financeiras. Ou seja, o mercado de capitais possibilita às companhias abertas ou a outros emissores de valores mobiliários a captação de recursos diretamente de pessoas e entidades com capital excedente dispostas a dispor de recursos para a percepção de juros ou lucros (SILVA, 2016). Nas palavras de Siegfried Kümpel,

[...] do ponto de vista econômico, o Mercado de Capitais serve especialmente para que a poupança dos orçamentos privados e o patrimônio das empresas sejam convertidos no capital necessário para os investimentos dos emitentes. Essa função alocativa do Mercado de Capitais deve assegurar que os escassos recursos de capitais em busca de investimentos fluam preferencialmente para onde a respectiva demanda mais urgente por meios de investimento prenuncie o maior rendimento com suficiente segurança. Conseqüentemente, a capacidade funcional do Mercado de Capitais é muito significativa para uma economia de mercado (KÜMPEL, 2007, p. 35).

No que tange à captação e circularização de recursos, somente as operações realizadas no mercado primário se prestam a conferir recursos às sociedades emissoras de valores mobiliários, ou seja, somente a operação inicial que cria um valor mobiliário e o cede a alguém em troca de um valor pecuniário se presta à captação de recursos, sendo as demais operações de troca, realizadas no mercado

secundário, destinadas apenas a permitir a circularização de direitos e ao ganho do titular do valor mobiliário nas variações de mercado.

Denominam-se primários os mercados em que as trocas dão origem à criação de novos instrumentos financeiros, e secundários aqueles em que são trocados instrumentos já em circulação.

Somente os mercados primários são fontes de capital para a sociedade empresária: as trocas nos mercados secundários não aumentam o capital em poder da sociedade empresária - apenas permitem que os proprietários dos instrumentos financeiros em circulação (adquiridos nos mercados primários ou secundários) realizem seu valor e sejam substituídos por outros aplicadores de capital.

A função dos mercados secundários é auxiliar o desenvolvimento dos primários: sua existência estimula a aquisição de instrumentos nos mercados primários porque muitos agentes somente se dispõem a adquirir títulos com prazos mais longos, ou sem data certa de restituição do capital, se têm a segurança de que poderão a todo tempo realizar seu valor mediante venda do título no mercado secundário (PEDREIRA, 2009, p. 1.363).

Impossível ignorar o fato de o mercado de capitais no Brasil ainda ser pouco desenvolvido e isso não permitir a captação massiva de recursos para o financiamento de empreendimentos dadas a instabilidade e a imprevisibilidade da economia brasileira, realidade sintetizada por Nilson Teixeira ao condensar os óbices à consolidação de um mercado de crédito de longo prazo no mercado de capitais brasileiro.

Como a construção de um mercado de capitais desenvolvido exige que os agentes econômicos considerem a estabilidade econômica duradoura, a inflação relativamente alta e ainda volátil, em comparação com os padrões internacionais, reflete ineficiências e exige ações em várias frentes, tanto no setor público, quanto no setor privado. A elevada carga tributária, de aproximadamente 36% do PIB em 2003, é outra importante restrição ao desenvolvimento econômico e ao fortalecimento do mercado de capitais. Passivos fiscais gerados por decisões de governo sem amparo legal adequado, ausência de abertura plena da conta de capitais, preservando a incerteza associada ao controle de capitais, e risco de foro gerado pela incerteza quanto à alteração de regras (não apenas no âmbito da Justiça) e por interpretações desfavoráveis aos credores pelos tribunais são fatores adicionais que contribuem para a baixa previsibilidade da economia brasileira (TEIXEIRA, 2005, p. 114).

O demorado desenvolvimento do mercado de capitais pode ser associado ao papel central desempenhado pelo Estado no fomento das atividades produtivas nos ciclos econômicos experimentados pela economia brasileira, sendo tênues as iniciativas para a promoção do mercado de capitais, estratégia diversa da de países como a Inglaterra que, não obstante os investimentos públicos, sempre primou pelo

financiamento de empreendimentos mediante a aglutinação de capital privado, tendo sido nesse cenário que se desenvolveram a sociedade por ações e a técnica de limitação de responsabilidade (SOUZA, 2015).

A despeito do prematuro estágio do mercado de capitais brasileiro para a captação de recursos de longo prazo, as formas mais comuns de captação de recursos no mercado de capitais se dão por meio da emissão de títulos de dívida como as debêntures e o *commercial paper* ou via emissão de ações, destacando-se as debêntures para as operações de *project finance*.

Debêntures são uma espécie de título de crédito introduzidas no direito brasileiro pela Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882, sendo o termo debênture empregado pela primeira vez pelo Decreto n. 8.821, de 30 de dezembro de 1982, hoje reguladas pela Lei n. 6.385/76 e pela Lei n. 6.404/76 e por normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central (BC) e Comissão de Valores mobiliários (CVM).

Trata-se de um valor mobiliário de emissão exclusiva das sociedades por ações e das sociedades em comandita por ações representativo de um direito de crédito contra a companhia emissora nas condições constantes da escritura de emissão, sendo um dos títulos de maior flexibilidade no direito brasileiro como anota Waldery Rodrigues Junior.

A análise do potencial uso deste instrumento para a obtenção de recursos pelas concessionárias de serviços públicos deve-se ao fato de que a debênture é, dos títulos de dívida regulamentados no Brasil, o que tem maior flexibilidade. Permite combinar aplicações de renda fixa e variável, prazos de longa, média ou curta duração (ou até mesmo prazo indeterminado), participação nos resultados da companhia ou no seu faturamento, conversibilidade em bens ou ações, assim como uso de juros fixos ou variáveis. Com esses papéis, também é possível fazer uso de derivativos, entendidos como alternativa de cobertura de riscos em projetos do tipo PF, e compor carteiras de fundos de conversão, de fundos de investimentos (inclusive carteira livre) e de fundos de investimentos em empresas emergentes (RODRIGUES JUNIOR, 1997, p. 24).

A debênture é um instrumento que cria uma obrigação pecuniária para seu emissor, sendo essa obrigação independente do negócio jurídico que motivou a sua emissão e a transferência a terceiro.

Releva o destaque de que a emissão de instrumentos de dívida, como as debêntures, são relevantes por gozarem de simplicidade em sua emissão e por serem mais conhecidos no mercado pelos agentes econômicos.

### 3.3.2 Incentivo ao investimento privado em infraestrutura

Ciente das boas perspectivas de crescimento econômico do País e da necessidade de construção de uma nova base de financiamento para projetos de maior maturação, como os projetos de infraestrutura, que não se assentem exclusivamente em recursos desembolsados pelo Estado ou por bancos públicos, mas, sim, pela maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de financiamento. Como incentivo estatal para a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo foi editada a Medida Provisória n. 517, de 30 de dezembro de 2010, posteriormente convertida na Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011, apontada como uma importante iniciativa para o aumento da participação do capital privado no financiamento da infraestrutura.

Observe-se que a participação de instrumentos de captação do mercado de capitais entre as fontes de financiamento de projetos de longo prazo passou de 3,8% (três, oito por cento), em 2015, para 17% (dezessete por cento), no ano de 2016, sendo que somente a captação via debêntures incentivadas somaram R\$ 1.900.000,00 (um bilhão e novecentos milhões de reais), o que representa um aumento de 74,4% (setenta e quatro, quatro por cento) em relação ao período anterior. Esse significativo aumento do uso dos instrumentos de captação disponíveis no mercado de capitais reflete, não só o incentivo da Lei n. 12.431/11, mas a diminuição de desembolsos realizados pelo BNDES que tiveram uma queda de 53% (cinquenta e três por cento) entre os anos de 2015 e 2016 (ANBIMA, 2017).

A Lei n. 12.431/11 é fruto da conversão da Medida Provisória n. 517 que, dentre outras providências, dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda em determinadas operações no mercado de capitais.

A medida tinha o intuito de fomentar a negociação de valores mobiliários de longo prazo, isto é, a resignificação da participação da iniciativa privada como fonte de recursos no financiamento de longo prazo, considerando a elevada perspectiva da necessidade de investimentos e a limitação da capacidade de investimentos dos estados e dos bancos públicos. Para isso, a Lei n. 12.431/11 conferiu incentivos fiscais ao investimento em: (i) debêntures de infraestrutura e em cotas de fundos de investimento em debêntures de infraestrutura; (ii) cotas de fundos de investimento em participações em infraestrutura; (iii) cotas de fundos de investimento em

participação na produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Os referidos incentivos fiscais propiciam que os investidores, para além dos riscos inerentes ao investimento em empreendimentos de infraestrutura e do longo prazo exigido para a amortização dos investimentos, vislumbrem um atrativo fiscal que, conjugado à remuneração desses instrumentos, compensem os supostos riscos e a maturação exigida.

Nesse sentido, os estímulos foram concebidos para contrabalançar a tradicional aversão de investidores institucionais, sobretudo indivíduos, à realização de investimentos em *project finance*, fruto de uma concepção não necessariamente verdadeira de que tais investimentos são obrigatoriamente mais complexos ou arriscados.

Os estímulos têm, portanto, um caráter educativo, ajudando a tornar os investidores mais familiarizados e simpatizantes com tais investimentos e criando uma cultura de financiamento a projetos (ENEI, 2014, p. 416).

Ocorre que os incentivos fiscais, embora tenham elevado a emissão de valores mobiliários emitidos, não foram suficientes para reduzir o papel do BNDES como o maior financiador do setor, pois não conseguem eliminar a insegurança associada aos investimentos dessa espécie. Nesse sentido,

[...] a verdade é que a Lei n° 12.431, nem após suas alterações, que visaram suprir suas lacunas e inconsistências, conseguiu deslanchar. Nesses 2 (dois) anos de vigência, pouco se avançou. O financiamento de projetos de infraestrutura através do mercado de capitais brasileiro continua patinando, e a imagem de "porto seguro" está longe de ser vista pelo setor privado. O BNDES continua sendo o maior financiador do setor.

Isso porque, como dito antes, os instrumentos de investimento não podem ser vistos de forma isolada. O Brasil precisa conquistar a confiança dos investidores privados. Embora tenha se evoluído muito até aqui, a "assombração" do desinteresse/insegurança dos investidores, principalmente dos estrangeiros, continua a impedir uma maior participação do investimento privado em setores essenciais ao crescimento e desenvolvimento do Brasil. Esses mecanismos somente serão viáveis quando o Brasil dispuser de uma conjuntura promissora e atrativa para o seu próspero desenvolvimento (MONTEIRO; STEINBERG, 2015, p.369).

Fayga Czerniakowski Delbem e Hsian Hua Sheng, por sua vez, ao analisarem o desenvolvimento das debêntures de infraestrutura, pontuam que a limitação dos beneficiários dos incentivos da Lei n. 12.431/11 e a insuficiência de atrativos para os fundos de pensão foram os grandes responsáveis pela pouca expressividade dessa inovação legislativa na atração de investimentos privados, sendo necessária uma revisão da Lei concentrando-se, entre outros agentes, em

fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão entre outros (DELBEM; SHENG, 2016, p. 189).

Assim, o BNDES, assolado pelo custo do financiamento subsidiado, que contribui para a elevação do déficit fiscal e pelas restrições impostas pela crise ao Tesouro Nacional, o que reduz a capacidade de aportes deste no BNDES, segue reiterando iniciativas para se afastar da posição de agente de financiamento à infraestrutura. Contudo, o mercado de capitais padece, ainda, de incentivos à potencialização da demanda de títulos atrelados a infraestrutura.

### 3.4 Rede de contratos

O *project finance* se concretiza mediante a contratação de uma rede de contratos na qual se dispõe uma série de negócios jurídicos de naturezas jurídicas distintas coligados pelo único interesse de garantir a consecução de um empreendimento.

Segundo Rodrigo Xavier Leonardo, em uma rede de contratos, cada contrato, individualmente considerado, se interliga de modo a formar um todo organizado, ou seja, o arranjo de contratos é conectado por um nexos funcional de viabilizar ou potencializar uma operação econômica compondo um verdadeiro sistema.

Tal como em qualquer sistema, em uma rede de contratos pode ser percebido um conjunto dotado de ordem e união. Os elementos desse sistema são, justamente, os contratos que se encontram unidos por um nexos funcional e ordenado para o alcance de objetivos próprios ao sistema (frise-se bem, objetivos que transcendem a individualidade de cada contrato-elemento).

Note-se que uma rede de contratos, entretanto, não pode ser confundida com um simples conjunto de contratos ou com uma pluralidade de contratos. É necessário que entre os dois ou mais contratos que formam o sistema exista um vínculo funcional, um nexos objetivo, que justifique a percepção de uma rede: a ligação entre os diversos contratos deve refletir uma mesma operação econômica que é propiciada ou potencializada pela união referida.

A unicidade da operação econômica, que marca na realidade dos fatos o fenômeno aqui chamado de rede contratual, corresponde em termos técnico-jurídicos à noção de causa sistemática, em sentido objetivo e concreto, pertinente à rede (LEONARDO, 2011, p. 1.319).

No que tange ao *project finance*, a sua complexidade se assenta no empenho em distribuir-se o ônus do empreendimento da forma economicamente mais eficiente com vistas a preservar o fluxo de caixa do projeto. Assim, todo o arranjo de

contrato referente, tanto à fase de construção do empreendimento, quanto ao seu financiamento e à sua operação são construídos sob a premissa vital de assegurar a adequada utilização dos recursos captados, zelar pela concretização das receitas projetadas, mitigar os riscos do empreendimento e distribuir, de forma eficiente, esses riscos, o que faz com que o *project finance* se consubstancie em uma rede de contratos coligados pelo interesse comum de assegurar o sucesso do empreendimento.

Os contratos de *project finance* são baseados na análise e quantificação dos riscos envolvidos [...]. O objetivo básico é o de prever qualquer variação no fluxo de caixa do projeto, minimizando esses riscos através de obrigações contratuais (BORGES, 1999, p. 123).

O motivo pelo qual é formada uma rede de contratos é a viabilização da captação de recursos suficientes à execução do empreendimento e formação de seu ativo projetado, ativo este que é a garantia de pagamento desses recursos, sendo, portanto, a formação desse ativo o objetivo de toda a conexão contratual erigida em um *project finance*. Sem a legítima expectativa de performance e percepção das receitas futuras, não haveria qualquer fundamento para a celebração de quaisquer dos vários negócios jurídicos. Nesse sentido, seguem as lições de Guilherme Araújo Drago.

O mesmo ocorre nesta rede de contratos coligados que consubstancia o *Project Finance* objeto do nosso problema. O contrato sem o qual nenhum dos outros existiria é o que gera lastro para o pagamento das despesas e a remuneração do Investidor, o Contrato de Receita. Sem ele, não haveria necessidade ou não faria sentido constituir um veículo para o financiamento (a SPE), firmar um acordo de credores da dívida subordinada, contratar mútuos com um sindicato de bancos, nem tampouco firmar contratos com vistas à securitização de parte da dívida sênior ou constituir penhores e hipotecas como forma de conferir uma maior segurança aos financiadores do projeto. A causa desta rede de contratos coligados, porém, não se confunde com o seu objetivo, que é a construção do ativo. Na verdade, frise-se, aqui a causa do negócio jurídico é a captação dos recursos necessários à construção do ativo, que terá como garantia os recebíveis decorrentes da exploração do referido ativo (DRAGO, 2012, p. 254).

Ramon Wiest e Giacomo Balbinotto Neto, com amparo em Robert Cooter e Thomas Ulen, ao discorrerem acerca da finalidade do contrato sob a perspectiva da análise econômica do direito, sublinham que os contratos têm seis propósitos fundamentais, quais sejam: o de promover interações cooperativas e eficientes entre as partes contratantes, assegurar a convergência de esforços na concretização do

objeto contratado, garantir a confiança entre as partes, corrigir as falhas de mercado, mitigar eventuais custos de transação<sup>16</sup> e promover uma relação contratual duradora e harmônica com a menor dependência da excussão do contrato.

Sob a abordagem da análise econômica do direito, Cooter e Ullen (2000, p. 205-243) estabelecem que o primeiro propósito de um contrato é fazer com que os agentes cooperem, convertendo interações não cooperativas e ineficientes em interações cooperativas e eficientes. Em contrapartida, se as promessas estabelecidas fossem quebradas, a solução é assegurar o compromisso recíproco para a realização do contrato, o que é considerado pelos autores como o segundo propósito de um contrato. O terceiro propósito consiste em assegurar a confiança ótima entre as partes, no intuito de evitar a ineficiência causada por cláusulas restritivas e melhorar o desempenho dos agentes. O quarto e quinto propósitos de um contrato consistem em corrigir as falhas de mercado, com o objetivo de regular os termos propostos a ponto de antecipar eventuais contingências, e reduzir eventuais custos de transação. O sexto e último propósito corresponde a prover relações duradouras ou relações de longo prazo, que resolvam problemas de cooperação com a menor dependência possível da execução dos contratos para tal (WIEST; BALBINOTTO NETO, 2015, p. 1.864).

Como a rede de contratos se presta ao estímulo ou à viabilização de dada operação econômica, no caso, a viabilização do empreendimento estruturado, além dos propósitos fundamentais de uma relação contratual comum, poderiam se destacar outros dois propósitos, sendo eles a cooperação para a realização do objetivo vital do arranjo contratual construído e a proteção das expectativas de todos os agentes que interagem ou aos quais os resultados da rede de contratos se dirige, consistindo este último propósito em uma externalidade irradiada pela colaboração interempresarial ínsita à rede de contratos, o que indica que o compromisso para a consecução dos objetivos não se restringe às partes contratantes.

Por outro lado, se os particulares decidem potencializar a fruição econômica de suas atividades mediante a criação de redes de contratos, as expectativas contratuais que devem ser protegidas não são apenas; as expectativas das partes contratantes, mas também as expectativas de todos aqueles que interagem em rede, sobretudo os destinatários finais desta relação, presumivelmente vulneráveis ante a organização empresarial que lhes precede (LEONARDO, 2011, p. 1.322).

---

<sup>16</sup> Custos de transação: custos incorridos pelos agentes econômicos na procura, na aquisição de informação e na negociação com outros agentes com vistas à realização de uma transação, assim como na tomada de decisões acerca da concretização ou não da transação e no monitoramento e na exigência do cumprimento, pela outra parte, do que foi negociado (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 75).

Observe-se que a fase preliminar de todo o *project finance* envolve a análise do ambiente em que o empreendimento será executado e o desenho de cenários que buscam antever a maior gama de riscos e adversidades, assim como maneiras de eliminá-los ou mitigá-los principalmente por meio de contratos. Ao fim dessa investigação prospectiva, conclui-se pela viabilidade ou não do empreendimento e projeta-se o arranjo contratual demandado pela estrutura refletida que terá, em seu bojo, não apenas restrições de comportamento ou sugestões de condutas desejáveis, mas incentivos.

Toda essa fase preliminar envolve um trabalho técnico minucioso desenvolvido por peritos a fim de demonstrar, de forma robusta, a viabilidade do empreendimento e propor os mecanismos adequados, isto independentemente de qualquer declaração concedida pelas partes.

A distribuição eficiente de riscos, obrigações e penalidades entre todas as partes que se envolveram no empreendimento, desde os patrocinadores e investidores até os fornecedores, prestadores de serviço e poder público, é o ponto fulcral da coligação dos contratos, uma vez que é responsável por criar um cenário de cooperação em que é perseguido um resultado positivo para todos os polos da relação. Observe-se que cooperar para um resultado comum, qual seja a maximização dos resultados comuns, não implica a necessidade de todos comungarem do mesmo objetivo, podendo cada parte perseguir seu próprio lucro. No entanto, a falta de cooperação impõe que o resultado não será o melhor para todas as partes.

Ou seja, todas as partes envolvidas no empreendimento são coligadas em uma rede de contratos com vistas a assegurar a consecução do objeto do empreendimento e, por conseguinte, o interesse particular de cada uma, haja vista que se cria um arranjo em que os ônus são distribuídos de forma a estimular uma conduta cooperativa de todas as partes, sendo essencial que a racionalidade empregada na projeção dessa rede contratual não seja desprezada na interpretação e execução dos contratos. Nesse sentido, preleciona a doutrina de John D. Finnerty ao abordar a necessidade de contratos em *project finance*.

Os arranjos do *project finance* envolvem, invariavelmente, fortes relações contratuais entre múltiplas partes. O *project finance* somente funciona para aqueles projetos que possam estabelecer tais relações e mantê-las a custos toleráveis. Para montar um *project finance*, deve existir uma verdadeira "comunidade de interesse" entre as partes envolvidas no projeto. O *project*

*finance* somente terá sucesso se for do interesse de todas as partes envolvidas que tal aconteça; somente assim as partes farão tudo que puderem para assegurar tal sucesso. Para praticantes experientes, a prova de fogo da solidez de uma proposta do *project finance* é se todas as partes podem razoavelmente esperar benefícios sob o arranjo de financiamento proposto. Para que alcance um arranjo do *project finance* bem-sucedido, portanto, o engenheiro financeiro deve projetar uma estrutura de financiamento - e embutir aquela estrutura numa série de contratos - que possibilitará a cada uma das partes realizar um ganho decorrente do arranjo (FINNERTY, 1999, p. 16).

Nessa toada de ideias, o esforço na modelagem do *project finance*, assim como de outros negócios jurídicos, em especial, os mais complexos em que está envolta uma gama de interesses, não está centrado no aspecto formal dos contratos ou no desenho da estrutura jurídica proposta, uma vez que as formas jurídicas são instrumentais, predominando o interesse de que as decisões, promessas e trocas realizadas pelos agentes econômicos sejam exequíveis, isto é, uma garantia de que os legítimos direitos e interesses de cada agente econômico de uma dada relação jurídica possam ser plenamente exercidos ou satisfeitos.

Desse modo, os contratos são criados dotados de mecanismos de salvaguarda dos direitos e deveres neles veiculados por meio de incentivos a uma cooperação eficiente para que, sobrevivendo um evento indesejado na relação, as partes persigam a solução que trará melhores benefícios econômicos para ambos.

Importa destacar, ainda, que toda essa rede contratual envolve custos de transação elevados, podendo se mencionar os seguintes:

- (i) custos referentes à busca de parceiros, fornecedores entre outros interessados em realizar transações econômicas no âmbito do empreendimento, haja vista o grau de responsabilidades assumidas, a complexidade e o elevado investimento financeiro;
- (ii) custos de acordo resultantes da necessidade de pesquisa de informações, negociação para a composição do interesse das partes e confecção dos respectivos contratos;
- (iii) custos de execução que correspondem aos custos de monitoramento e penalização da parte que descumprir as disposições contratuais.

Eduardo Salomão Neto destaca que o *project finance*, ao ser confrontado com o *corporate finance*, apresenta duas grandes desvantagens, quais sejam: a sua

complexidade documental e a demora na implantação o que eleva o seu custo de implementação.

A principal e grande desvantagem do *project finance*, em relação ao financiamento corporativo simples, é sua complexidade documental e demora na implementação. De fato, é comum que as negociações entre todas as partes envolvidas demorem um ano ou mais. A demora e maior esforço de negociação envolvidos causam evidentemente um aumento dos custos legais e mesmo uma diminuição do retorno financeiro do projeto, se sua implementação for atrasada por negociações (SALOMÃO NETO, 2004, p. 56).

Os referidos custos de transação são inatos ao *project finance* e, de modo geral, são absorvidos pelo elevado custo de desenvolvimento do próprio empreendimento e visão do adequado dimensionamento de riscos para a conformação de contratos e garantias. De forma exemplificativa, John D. Finnerty esclarece as implicações da correta avaliação de riscos em um *project finance*.

A magnitude de certos riscos relacionados ao projeto poderá exceder a capacidade de suporte financeiro dos seus patrocinadores e/ou dos compradores de sua produção. Nesse caso, credores do projeto insistirão para que algum terceiro cubra esses riscos para que o projeto prossiga. Por exemplo, os serviços públicos que operam num ambiente altamente regulamentado geralmente dispõem de recursos financeiros limitados. Buscam, portanto, repassar uma parcela dos riscos do projeto ao consumidor final, fazendo com que as autoridades regulamentadoras concordem em estabelecer níveis de preços que cobrirão os custos operacionais e o serviço da dívida do projeto. Alternativamente, o governo anfitrião poderá concordar em fornecer o suporte de crédito para o projeto, ou emprestar recursos a uma taxa de juros subsidiada. A primeira opção poderia tomar a forma de uma garantia da dívida do projeto. Como terceira alternativa, tal suporte financeiro poderia consistir em um compromisso de adiantar recursos ao projeto durante certos eventos que os patrocinadores não têm força financeira suficiente para suportar. Entretanto, o governo anfitrião somente concordará em providenciar tal suporte financeiro se acreditar que os benefícios sociais a serem derivados do projeto justifiquem o custo implícito em fornecer tal suporte (FINNERTY, 1999, p. 48).

John D. Finnerty noticia várias formas de arranjo contratuais estruturadas para a mitigação e melhor acomodação dos riscos dos empreendimentos, como os contratos de compra e venda, resumidos no Quadro 1, acordos de fornecimento de matérias-primas, pelo qual se "[...] obriga o fornecedor da matéria-prima a entregar as quantidades necessárias de matéria-prima especificadas no contrato ou então realizar pagamentos à entidade-projeto que sejam suficientes para cobrir o serviço de sua dívida" (FINNERTY, 1999, p. 60), e os acordos de suporte creditício completar, por meio do qual "[...] uma ou mais partes com capacidade de obtenção

de crédito de fornecer quaisquer recursos que se façam necessários para que o projeto atenda às suas obrigações de caixa" (FINNERTY, 1999, p. 61).

Quadro 1 – Tipos de contratos de compra e venda

Tipos de Contratos de Compra e Venda	
Tipo de contrato	Grau de suporte creditício oferecido
Contrato <i>Take-if-Offered</i>	O contrato obriga o comprador da produção ou dos serviços do projeto a receber e pagar os serviços ou produção apenas se o projeto for capaz de entregá-los. Nenhum pagamento é exigido caso o projeto seja incapaz de realizar as entregas
Contrato <i>Take-or-Pay</i>	O contrato obriga o comprador da produção ou dos serviços do projeto a pagar por tal produção ou serviços, independentemente do fato de recebê-los ou não. Pagamentos em dinheiro são geralmente creditados contra despesas por entregas futuras
Contrato <i>Hell-or-High-Water</i>	Não há qualquer <i>saída</i> , mesmo em circunstâncias adversas fora do controle do comprador; o comprador deverá pagar em qualquer evento, mesmo que nenhuma produção lhe seja entregue
Acordo de <i>Through put</i>	Durante um período de tempo especificado, os transportadores, ou seja, empresas de petróleo ou produtores de gás transportam quantidade suficiente de produto através do oleoduto ou gasoduto para suprir o duto com receita em dinheiro suficiente para pagar todos os seus custos operacionais e para atender a todas as suas obrigações de serviço de dívida
<i>Cost of Service Contract</i> (Contrato de Custo de Serviço)	O contrato exige que cada devedor pague sua parte proporcional dos custos do projeto à medida que forem efetivamente incorridos em troca de uma parcela, definida em contrato, da produção ou dos serviços disponíveis do projeto
<i>Tolling Agreement</i> (Acordo de Pedágio)	A empresa-projeto cobra pedágio pelo processamento de matérias-primas que geralmente é de propriedade dos e entregue pelos patrocinadores do projeto

Fonte - FINNERTY, 1999, p. 58.

Embora o enfrentamento das fontes de recursos para o financiamento do *project finance* não seja um dos objetos centrais desse afã, não se poderia se furtar à análise com maior vagar dos contratos financeiros comumente celebrados nesse tipo de operação a fim de obter recursos para a implementação do empreendimento dada a relevância para a compreensão de sua estrutura.

a) Empréstimo-ponte

Também conhecido como *bridge loan*, o empréstimo-ponte é um empréstimo de caráter emergencial e, em geral, de curto prazo contratado com instituições bancárias como uma forma de viabilizar o início e a sustentação da operação até que sejam contratados recursos de longo prazo. A referida contratação

frequentemente assume a forma de mútuo de escopo, uma vez que a SPE, mutuária no caso, fica adstrita à obrigação de dar uma destinação específica aos recursos mutuados.

Usualmente, o empréstimo-ponte é o primeiro contrato de empréstimo celebrado pela SPE e, por ser concedido em uma etapa incipiente, na qual a sensação de incerteza e riscos do empreendimento são mais acentuadas, as condições de sua contratação como juros, garantias necessárias e condições de pagamento são mais onerosas (ENEI, 2007).

b) Contrato de financiamento de longo prazo

O ponto central do *project finance* é o contrato de financiamento de longo prazo (*loan agreement*) que, ao lado das garantias estruturadas para assegurar a sua satisfação, é considerado componente imprescindível para se conceber essa modalidade negocial.

Trata-se de um mútuo de escopo regulado por um contrato complexo que não só cuida de fixar as condições de pagamento do empréstimo, suas condições suspensivas, declarações, obrigações de fazer e não fazer, hipóteses de inadimplemento, aceleração da dívida, pagamento antecipado, tributos, eleição de foro, lei aplicável, tolerância e renúncia, dentre outras, mas regula as relações contratuais futuras com terceiros (ENEI, 2007).

c) Emissão de títulos e valores mobiliários

Como alternativa ao mútuo feneratício contratado junto a instituições bancárias, o *project finance* pode se valer da emissão de títulos e valores mobiliários como forma de captação de recursos.

O principal valor mobiliário empregado para a captação de recursos são as debêntures que têm os direitos dos debenturistas, garantias e condições de emissão regulados na escritura de emissão.

Como se verá adiante, as emissões de debêntures podem se destinar à distribuição privada ou pública, sendo que a segunda requer registro perante a CVM e se sujeita a sua fiscalização e exigências. Tratando-se de emissões públicas além da escritura de emissão, é essencial a elaboração de um prospecto de emissão,

essencial para a avaliação pelos investidores, que conterà as características da emissão e das debêntures, finalidade dos recursos, descrição da emissora e de seus negócios, descrição do empreendimento e dos riscos a ele associados.

d) Contrato de pré-pagamento ou cessão de recebíveis

O empreendimento pode, ainda, obter crédito mediante o adiantamento de um recebível que lhe seria devido no futuro por um bem produzido ou por meio da cessão dos próprios recebíveis futuros. Os termos e condições desses contratos usualmente contemplam o mesmo conteúdo dos contratos de financiamento (ENEI, 2007).

e) Contrato de empréstimo subordinado

Os patrocinadores do empreendimento participam de seu financiamento, não só mediante o aporte de capital social, mas também por meio de mútuo realizado em favor da SPE, decisão de investimento que pode se ancorar no tratamento fiscal e cambial mais favorável, seja pela dedutibilidade das despesas do mútuo para fins de apuração do lucro real, seja pela maior facilidade da remessa ao exterior de juros e recursos necessários à amortização dos valores mutuados em comparação à remessa de dividendos para o exterior.

O detalhe é que, no âmbito do *project finance*, o mútuo realizado se dá de forma subordinada, assegurando-se prioridade ao reembolso dos financiadores externos e demais credores do empreendimento, não só na eventualidade de liquidação da SPE, mas no curso normal das operações. Ainda que o mútuo tenha se realizado em um momento inicial sem qualquer subordinação, as partes podem celebrar um acordo de subordinação pelo qual se alcançaria a pretendida subordinação.

## 4 GARANTIAS APLICADAS AO PROJECT FINANCE

### 4.1 Finalidade das garantias e sua classificação

O conceito de crédito é substancial para a compreensão da forma como a sociedade se organiza para promover a intermediação de recursos entre agentes econômicos. A palavra crédito deriva da expressão *crer* e remete à confiança que uma pessoa tem em algo ou em alguém, e é com base nessa confiança, intrínseca às relações humanas, que uma pessoa antecipa valores confiante na sua restituição por outra acrescida de juros. Por esse ângulo, seguem os ensinamentos de Oscar Joseph de Plácido e Silva ao dissecar o significado da palavra crédito.

Crédito. Em sua acepção econômica significa a *confiança* que uma pessoa deposita em outra, a quem entrega *coisa sua*, para que, em futuro, receba dela *coisa equivalente*.

A confiança gozada por uma pessoa no ânimo daquela de quem se vai tornar devedora, em virtude da entrega atual de coisa, que vai ser transformada em *prestação futura*, fundamenta o próprio conceito de crédito, em seu aspecto econômico.

E esta *confiança*, indicativa do crédito, generaliza-se a todas as relações comerciais, tomando as mais variadas formas de *câmbio* de coisas atuais e presentes contra coisas equivalentes no futuro, servindo de base a uma série avantajada de operações mercantis.

[...]

Mas, em Direito, ainda possui sentido mais restrito, desde que pode indicar o direito de cobrar uma dívida ativa, como pode significar o próprio título dessa dívida.

[...]

Crédito. Na técnica da escrituração mercantil, compreende o lançamento de haver feito em qualquer conta de uma escrita comercial ou a soma líquida (resultado balanceado) anotada no haver da mesma conta (SILVA, 2007, p. 395).

A fidúcia fundamental para a realização das trocas no mercado e que possibilita a antecipação de recursos é primordial no sistema econômico, pois possibilita que empreendimentos sejam desenvolvidos sem que o empreendedor tenha que dispor de recursos próprios para tanto (PATELLA; AZEVEDO, 2015).

A referida confiança decorre, não só da relação subjetiva entre duas pessoas, mas de fatores objetivos como a segurança jurídica e a previsibilidade de um sistema. Nesse sentido são os apontamentos de Jairo Saddi que, com assento em Henry Thornton, aduz que

[...] é lugar comum também a idéia de que a segurança jurídica, a qualidade da previsibilidade de um sistema, gera confiança, que por sua vez se constitui num requisito básico e obrigatório para investimentos e o próprio desenvolvimento econômico. Não é assim exatamente um conceito novo. Henry Thornton, economista inglês do século XIX, acreditava que a maior expressão do comércio consistia exatamente no crédito e na credibilidade, constituindo ambos os pilares do sistema econômico: “O crédito comercial pode ser definido como a confiança que subsiste entre homens de comércio no que diz respeito a suas relações mercantis [...]. Em uma sociedade na qual a lei e o senso do moral são fracos, e o direito de propriedade, em consequência, é inseguro, evidente que haverá pouca confiança e crédito e, igualmente, pouco comércio”. Vê-se, pois, que para Thornton tudo girava em torno da confiança - esse, sim, valor moral e ético irrepreensível (SADDI, 2004, p. 22).

Nessa perspectiva, as garantias se prestam a guardar e proteger a confiança dos financiadores de que terão seus recursos restituídos ou das demais partes de que terão seus direitos e obrigações contratados respeitados, não se referindo no caso estritamente às garantias de direito, legalmente estatuídas, mas às garantias convencionais contratadas pelas partes.

**GARANTIA.** Deriva-se de *garante*. E possui o sentido amplo de significar a *segurança* ou o *poder* de se usar, fruir ou de se obter tudo que é de nosso direito, segundo os princípios formulados em lei, ou consoante afirmativas asseguradas por outrem.

Especializando-se, então, a *garantia* mostra-se como de *direito* ou *convencional*, a primeira das quais também se diz *natural* e a segunda, *contratual* ou *obrigacional*.

A primeira decorre de princípio jurídico ou regra instituída em lei, não necessitando de declaração de vontade da pessoa. A segunda é a que decorre de obrigação do garante, que assumiu o ônus da garantia.

No primeiro caso, a *garantia* evidencia-se um *direito*, uma *prerrogativa* ou uma *segurança* firmada legalmente.

No segundo caso, a *garantia* é a *fiança*, o *aval*, o *endosso*, o *abono*, o *penhor*, a *caução*, a *hipoteca*, dizendo-se pessoal ou real, segundo as circunstâncias em que se manifesta, as quais, por sua vez, demonstram os traços dominantes e distintivos de cada espécie.

E pode ser tida na equivalência da *responsabilidade*, quando num sentido generalizado. E, assim, *garantia* exprime a situação em virtude da qual o devedor é obrigado ou compelido a cumprir a prestação devida ao credor (SILVA, 2007, p. 650).

Como já afirmado, a eleição do *project finance* implica, em tese, a escolha dos recebíveis futuros como principal garantia das obrigações, podendo ser cumulada às garantias tradicionais, como as fidejussórias e reais. Essa particularidade, muitas vezes inserta no próprio conceito de *project finance* e, de pronto, o distingue do financiamento tradicional no qual o financiador se fia no patrocinador considerando o seu histórico de crédito, ativos da sociedade e garantias oferecidas.

Por isso, como se pode observar, a principal diferença entre as duas formas de financiamento reside nas garantias de retorno do capital financiado. Enquanto que no financiamento convencional o financiador toma a decisão para a concessão do empréstimo com base nas garantias oferecidas pela empresa examinando principalmente a capacidade que a empresa tem para satisfazer os seus débitos, no *Project Finance*, mediante a exigência de maior remuneração pelo risco enfrentado, o financiador analisa individualmente a capacidade que o empreendimento tem de gerar *cash flow* após o início das suas atividades (TIMM; D'AVILA, 2011, p. 136).

A estrutura proposta pelo *project finance* acentua a importância das garantias, pois, por mais robusta que seja a demonstração da viabilidade e do potencial lucrativo do empreendimento a ser operado, a limitação do patrimônio afeto à sustentação dos compromissos assumidos e os riscos associados ao empreendimento imputam ao pacote de garantias a segurança de que o empreendimento será concretizado e, dessa forma, formar-se-ão os ativos necessários à satisfação dos interesses dos envolvidos em sua realização.

No que tange ao pacote de garantias concedidas no âmbito do *project finance*, considerando que "[...] o pagamento dos empréstimos contraídos depende da capacidade efetiva de o projeto gerar receitas" (SASDELLI, 2014, p. 365), é criado um arcabouço de garantias válidas e exequíveis sobre as receitas do empreendimento e com preferência em relação aos credores dos patrocinadores. Além das garantias sobre as receitas do empreendimento, são concedidas garantias que permitem "[...] a transferência do projeto a terceiros em uma situação de inadimplência ou, ainda, que tais credores possam assumir o comando da administração da sociedade do projeto" (SASDELLI, 2014, p. 365).

O grande diferencial do sistema de garantias estruturado no *project finance* está no interesse na preservação do empreendimento. Como já mencionado, a estrutura contratual no *project finance* é formulada de forma concertada estimulando que as partes sempre persigam o sucesso do empreendimento. O contrário não sucede com as garantias, sendo estas igualmente configuradas de forma preponderante, não para a satisfação do credor na hipótese de sua execução, mas, sim, com vistas a conferir alternativas de incentivo para que as condições contratuais sejam cumpridas sem qualquer evento de liquidação. Nessa perspectiva, segue a doutrina de Eduardo Salomão Neto e Paulo Meira Lins.

Uma importante característica extra-jurídica separa entretanto as garantias tradicionais daquelas outorgadas em operações de *project finance*, a intenção do credor. Enquanto muito freqüentemente a intenção do credor ao obter garantias é poder executá-las para quitação de sua dívida, essa intenção é secundária no *project finance*. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. A principal esperança para o credor de pagamento integral do débito reside na continuação do projeto, com geração de recursos. Assim, tipicamente a existência de garantias e a possibilidade de sua excussão servem como elemento de pressão para que os financiadores influenciem a construção e operação do projeto, caso o inadimplemento das obrigações a eles devidas seja iminente ou já tenha ocorrido (SALOMÃO NETO, 2004, p. 81).

As características acima descritas tornam o tema de garantias especialmente importante na matéria, pois afinal o patrimônio da sociedade financiada limita-se aos ativos do próprio projeto. Mas tornam o tema também especialmente sensível. Como no *project finance* a entidade financiada tem apenas o projeto, se este não vai bem não haverá outros recursos para pagar o financiamento, e pouco adiantará antecipar seu vencimento. Assim, execução imediata da dívida e de suas garantias seriam medidas inúteis, que serviriam apenas para precipitar a falência do projeto e a liquidação de seus ativos por valor inferior ao que valem conjuntamente. Esta última situação seria bastante prejudicial aos interesses dos financiadores e, portanto, é evitada por eles. A típica reação do financiador após um evento de inadimplemento é usar seu poder de vinculação das garantias e controle sobre o fluxo de caixa do projeto para influenciar decisões administrativas, sem as quais a liberação de recursos para a continuação das obras não contará com o consentimento dos ditos financiadores.

Assim, uma importante característica, não jurídica, separa as garantias tradicionais daquelas outorgadas em operações de *project finance*: a intenção do credor. Enquanto como regra a intenção do credor ao obter garantias é poder executá-las para quitação de sua dívida, essa intenção é secundária no *project finance*. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. A principal esperança para o credor de pagamento integral do débito reside na continuação do empreendimento, com geração de recursos. A existência de garantias e a possibilidade de sua excussão servem como elemento de pressão para que os financiadores influenciem a construção e operação do projeto, caso o inadimplemento das obrigações a eles devidas seja iminente ou já tenha ocorrido (LINS; SALOMÃO NETO, 2011, p. 175).

Assim, no *project finance*, a principal garantia incide sobre os recebíveis do empreendimento, não obstante outros ativos e direitos vinculados direta ou indiretamente ao empreendimento e sobre as participações societárias da SPE constituída para a operação do empreendimento serem gravados de garantia. Nesse sentido, seguem as notas de José Virgílio Lopes Enei.

As garantias constituem um dos pilares do financiamento de projetos. Como o financiador externo não tem, via de regra, uma garantia efetiva do patrocinador, ou acesso ilimitado ao seu patrimônio, deve satisfazer-se com garantias prestadas pela sociedade de propósito específico - SPE criada

para explorar o empreendimento. A principal garantia é aquela incidente sobre as receitas (recebíveis) do empreendimento, e que pressupõe a continuidade da operação do projeto para sua materialização. Além dessa garantia sobre os recebíveis, o financiador externo normalmente exige também garantias reais sobre todos os demais ativos e direitos vinculados ao empreendimento, assim como sobre as ações ou cotas da SPE (ENEI, 2007, p. 353).

Com vistas à atração de financiadores e mitigação de seus riscos, tem-se na prática a concessão de outras garantias, não sendo o fluxo de caixa o único meio de satisfação dos credores. Nessa linha pode-se classificar o *project finance* de duas formas, conforme as garantias concedidas aos financiadores, quais sejam:

- (i) *non recourse* - Essa modalidade de *project finance* é baseada nos preceitos clássicos, não sendo fornecida qualquer garantia que não sejam os ativos do empreendimento e seus recebíveis futuros, além de obstaculizar qualquer investida contra o patrimônio dos patrocinadores para a satisfação do financiamento contratado;
- (ii) *limited recourse* - No cenário dos países em desenvolvimento, a introdução do *project finance* "[...] mostrou a necessidade de incluir garantias adicionais cujo objetivo era reduzir os riscos envolvidos no empreendimento e o custo do financiamento" (FARIA, 2003, p. 52). Dessa forma, passou-se a conferir uma série de garantias pessoais e reais cedidas pelos patrocinadores por todo o período do empreendimento ou durante uma etapa, sendo, em geral, uma garantia subsidiária que permite que o financiador acesse o patrimônio do patrocinador para a satisfação de seu crédito (SEABRA, 2013, p. 223).

Fala-se, ainda, na garantia total ou *full recourse*, na qual os patrocinadores oferecem garantias que cobrem totalmente as obrigações contratadas, não importando o sucesso do empreendimento e não se restringindo aos bens da SPE. Não podendo os projetos que adotem esse esquema de garantia ser classificados como *project finance* por vulnerarem o preceito básico da segregação, ainda que limitada, do patrimônio afetado ou originário do empreendimento do patrimônio exclusivo dos patrocinadores.

Destarte, o *project finance* desenvolve-se sob duas formas: a primeira, menos verificada no mercado e alinhada aos clássicos conceitos de *project finance*, que é a

*non recourse*, e a segunda, que se aproxima mais de realidade brasileira e é comumente verificada, que é a *limited recourse*.

Em ambas as formas, os financiadores creem no pressuposto da auto-sustentação do empreendimento e, idealmente, anseiam que a compensação de seus respectivos créditos se dê pelo fluxo de recebíveis gerados pela operação do empreendimento e que o patrimônio da SPE seja prioritariamente suficiente para garantir tal pagamento. É nessa esteira de raciocínio que se exige que o pacote de garantias oferecido sobre a extensão do patrimônio da SPE "[...] seja adequado, suficiente, de fácil liquidação e execução e, tanto quanto possível, com riscos jurídicos mínimos ou inexistentes" (SEIXAS, 2007, p. 41), preferindo-se, ainda, a execução de garantias de forma extrajudicial e desembaraçada e empreendendo-se esforços para que sejam priorizadas garantias abstratas, ou seja, garantias que independem dos negócios jurídicos que as originaram.

#### **4.2 Espécies de garantias**

Em decorrência da coligação de interesses que adstringe todos os participantes de um *project finance*, a concentração de esforços para o desenvolvimento de um empreendimento de longo prazo, o valor agregado do empreendimento em fase operacional ser significativamente mais relevante do que os valores atribuídos aos ativos de forma segregada, existe a preocupação precípua de que a excussão de qualquer garantia não se dê em prejuízo da continuidade do empreendimento e que, sobrevivendo a necessidade de execução de qualquer garantia, esta se dê de forma sincronizada, de modo que um feixe de garantias possa ser levantado expandindo o seu valor auferível.

É nessa constante intenção de preservação dos interesses de toda uma rede de negócios jurídicos que, uma vez modelada a distribuição de riscos entre os personagens de um *project finance*, se veda a alteração das preferências, garantias e distribuição de risco sem a concordância formal dos demais personagens. Isso por força da cláusula *pari passu ranking clause* que impõe que qualquer garantia adicional fornecida a alguém confira direito aos demais de ter também um reforço de suas garantias (SEIXAS, 2007).

Ainda com foco na cooperação ínsita à rede de contratos em que se funda o *project finance*, primasse pela manutenção da posse direta da SPE, devedora, sobre

os bens concedidos em garantia com o intuito específico de preservar a unidade produtiva, abstendo-se os credores de privar a SPE de qualquer ativo essencial ao sucesso do empreendimento. Essa possibilidade, própria do penhor rural, industrial, mercantil e de veículos, nos quais as coisas empenhadas continuam em poder do devedor, que as deve guardar e conservar (art. 1.431, p.u., Código Civil) é estendida a outras espécies de garantias reais, possibilitando que o constituto possessório satisfaça o interesse de manutenção da posse e fruição dos bens oferecidos em garantia com a devedora.

Ademais, devido à complexidade do *project finance* e por tratar-se de uma técnica importada e desenvolvida no influxo da globalização, é verificada uma certa criatividade na estruturação das garantias, sendo comum o emprego de garantias atípicas. Em igual sentido segue a doutrina de José Virgílio Lopes Enei.

Em razão da complexidade do financiamento de projetos, da influência exercida pelo direito estrangeiro e da inadequação de algumas das garantias típicas em face (das peculiaridades dos empreendimentos considerados, é comum, no contexto do financiamento de projetos, a utilização de garantias atípicas, ou no mínimo com cláusulas atípicas, que, na verdade, em vista da velocidade do fenômeno da globalização, vão-se tornando cada vez mais difundidas no meio empresarial, incluindo, exemplificativamente, negócios fiduciários (cessão condicional em garantia, usufruto condicional de ações em garantia), patrimônio de afetação, cessão ou penhor tendo por objeto posições contratuais e não direitos de crédito propriamente ditos, penhor de 2º ou 3º grau, *step-in rights* (vale dizer, o direito de o financiador intervir na administração da sociedade financiada), compartilhamento de garantias entre diversos credores, subordinações e prioridades não previstas em lei etc (ENEI, 2007, p. 354).

Importa salientar que a referida criatividade é limitada por normas cogentes e por princípios de ordem pública como o da publicidade, obrigações registrais e vedações legais, primando-se para que a estrutura de garantias seja apta a satisfazer as necessidades operacionais do empreendimento.

Pelo menos na prática empresarial, da qual o financiamento de projetos é um exemplo dos mais enriquecedores, tem-se verificado a possibilidade do exercício de uma ampla criatividade na estipulação de garantia: típicas e atípicas, com o objetivo de atender as mais variadas necessidades suscitadas pelas operações econômicas cada vez mais complexas.

A nosso ver, a criatividade empresarial em matéria de garantias deve encontrar seus limites apenas nas normas cogentes e princípios de ordem pública que não podem ser afastados pelo mero emprego da técnica do contrato atípico.

Dentre essas normas cogentes e princípios de ordem pública, destacam-se as normas que impõem publicidade as garantias reais, normalmente mediante o registro dos contratos de garantia no registro público

competente, e, mais importante ainda, o princípio que veda o pacto comissório, diferentemente, aliás, do que se verifica em outros países (ENEI, 2007, p. 356).

De qualquer modo, devemos notar que na prática é usual que a tomada de garantias sobre quaisquer bens da sociedade do projeto seja submetida ao crivo e aprovação prévia do poder concedente, por exigência dos financiadores e de seus consultores legais, antes do desembolso de quaisquer recursos. Isso porque o capital, principalmente estrangeiro, só se torna em regra disponível na ausência de quaisquer dúvidas jurídicas ou práticas sobre a eficácia de garantias dadas (SALOMÃO NETO, 2004, p.88).

Sem qualquer ambição de exaurir o estudo das garantias, o que foge ao objeto deste trabalho, mas no intuito de apresentar as principais garantias concebidas para a mitigação de riscos no *project finance* e para a garantia da continuidade das atividades do empreendimento, apresentam-se a seguir algumas espécies de garantias.

#### 4.2.1 Garantias fidejussórias

Como anteriormente mencionado, o *project finance* geralmente contempla garantias limitadas dos patrocinadores, garantias estas fornecidas para a cobertura de riscos e contingências delimitadas, que não tenham sido assumidos pelo financiador ou que estrategicamente tenham sido deslocadas para os patrocinadores como forma de elevar a confiança dos investidores no projeto.

É muito freqüente que os empreendedores auxiliem na captação de recursos, por meio de ações variadas, como contribuir com parte dos recursos financeiros necessários ao projeto, fazer promessas de compensação aos financiadores em caso de materialização de riscos que estes não estejam dispostos a assumir, ou induzi-los à concessão dos financiamentos por meio da outorga de garantias. Em relação a estas últimas, podem, se de natureza real, ser também dadas pela própria sociedade titular do projeto.

O *project finance* se baseia, como vimos, na concessão de crédito com base no retorno de um projeto, e sob esse prisma poderia parecer uma impropriedade falar em garantias ou suporte creditício de terceiros. Isso não é entretanto verdadeiro, porque certa medida de participação dos empreendedores no projeto termina por ser necessária de forma a eliminar riscos inaceitáveis para os financiadores, ou cuja existência encareceria por demais os custos do financiamento (SALOMÃO NETO, 2004, p. 76).

As garantias fidejussórias ou pessoais são aquelas prestadas por pessoas e, não, por bens podendo ser definida como aquela garantia na qual terceiro se

responsabiliza pela satisfação do débito, caso o devedor não honre o seu compromisso de pagamento.

Na esteira dos ensinamentos de Eduardo Salomão Neto, as garantias pessoais, como o aval e fiança “[...] não costumam ser concedidas no âmbito do *project finance* a não ser como suporte creditício”, (SALOMÃO NETO, 2004, p. 83), ou seja, como medida de incentivo ao aporte de recursos pelos financiadores.

a) Fiança

A fiança é uma modalidade de garantia fidejussória pela qual terceiro se responsabiliza pela satisfação do débito, caso o devedor não honre o seu compromisso de pagamento. Trata-se de uma obrigação acessória a uma obrigação principal e, por essa razão, a sua exigibilidade se sujeita aos eventuais óbices ou exceções que poderiam ser levantadas pelo fiador em relação à obrigação principal.

Ressalte-se que a fiança deve ter escopo ou valor limitado sob pena de descaracterizar a limitação de recurso ao patrocinador em caso de inadimplemento de alguma obrigação pela SPE. Ou seja, eventual fiança deve estar circunscrita aos riscos advindos de eventos determinados, os quais os financiadores não se dispuseram a assumir ou limitada a um valor ínfimo quando comparado ao valor global financiado.

Pode, também, ser cogitada a oferta de fiança bancária, devendo esta idealmente ser contratada para obrigações relevantes, dado o elevado custo de sua contratação no mercado.

b) Compromisso de subscrição e integralização de capital

Por meio desse compromisso, o patrocinador se obriga a subscrever e integralizar capital da SPE em determinadas circunstâncias taxativamente previstas ou com determinada periodicidade. Por meio desse compromisso, os credores asseguram-se de que o empreendimento será concluído, ainda que os custos excedam os custos projetados inicialmente às expensas dos patrocinadores (TIMM; D'AVILA, 2011, p. 141).

Essa medida inibe condutas relapsas ou temerárias por parte dos patrocinadores, uma vez que estes também são expostos ao risco de crédito do empreendimento e reforçam a confiabilidade dos patrocinadores.

c) Carta de crédito *standby* e garantia à primeira demanda

Com o intuito de precaver-se contra as eventuais exceções arguidas pelo fiador ou questionamentos quanto à exigibilidade da obrigação principal, erigiu-se a garantia à primeira demanda como uma alternativa, garantia esta, pela qual uma instituição financeira ou um terceiro obriga-se a pagar determinada quantia tão logo seja demandada pelo credor e uma vez concretizada a circunstância necessária a sua exigência.

A carta de crédito *standby* é um documento que permite ao seu titular o resgate da quantia mencionada na carta contra o seu emissor e é o instrumento comumente empregado na formalização da garantia à primeira demanda.

d) Opção de venda e opção de compra

As opções de venda e de compra consubstanciam direitos e deveres. Ambas têm sua eficácia suspensa até o implemento de determinada condição (condição suspensiva) previamente estabelecida pelas partes, sendo que, na opção de compra, a ocorrência da condição poderá implicar a obrigação de uma parte (concedente) de alienar as suas participações societárias a outra parte (optante ou beneficiário). Já, na opção de venda, o optante poderá ter o direito de exigir que o concedente adquira suas participações, sendo imposto em ambas as situações que o optante pague um prêmio/preço, previamente estabelecido, em contrapartida ao exercício do direito de opção.

Em alguns empreendimentos existe uma dependência entre determinado fornecedor ou consumidor e o empreendimento a ser desenvolvido a tal nível que a ausência de uma das partes inviabiliza todo o projeto. Assim, pode ser atribuído um caráter penal às opções, estipulando-se que o prêmio será uma espécie de verba rescisória paga por determinada parte. Exposição profícua é oferecida por Fabrizio de Oliveira Sasdelli que aponta para a possibilidade de utilização da opção de venda quando existe um grau de dependência acentuado entre o empreendimento e

determinado fornecedor ou da opção de compra na situação inversa, situações em que eventual resolução contratual inviabilizaria o projeto e que seria justificável a atribuição do direito de opção a uma das partes.

e) Seguro garantia

Paralelamente às garantias gerais representadas pelo patrimônio das partes, a prática comercial vem exigindo a constituição de garantias complementares a fim de resguardar os interesses comerciais envolvidos na relação e é com vistas a atender essa necessidade que bancos e seguradoras têm ofertado, comercialmente, garantias complementares no mercado, destacando-se, para os primeiros, a fiança bancária e, para os segundos, o seguro garantia.

De acordo com a Circular SUSEP n. 477, de 30 de setembro de 2013, o seguro garantia tem por objeto “[...] garantir o fiel cumprimento das obrigações assumidas pelo tomador perante o segurado” (LEÃES, 2011, p. 866). Por meio dessa modalidade de garantia, o devedor, na condição de estipulante, ajusta com a seguradora a emissão de uma apólice de seguro em favor do credor, ora segurado, podendo o contrato de seguro, no âmbito do *project finance*, prever como sinistro a incapacidade da geração de receita ou cobertura de despesas extraordinárias e resultantes do risco político, situações em que o segurado perceberia uma indenização frente ao inadimplemento do estipulante.

#### 4.2.2 Garantias reais

As garantias reais apresentam o condão de vincular determinado bem à satisfação de uma obrigação, recaindo todas as garantias reais sobre bens móveis, imóveis ou direitos que ficam afetados ao pagamento prioritário de determinada obrigação.

Importa destacar que, no que tange aos empreendimentos submetidos à Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995 (Lei de Concessões de Serviços Público), embora não haja vedação expressa à constituição de penhor ou de qualquer outra garantia real sobre os bens vinculados à prestação do serviço, em virtude da redação do *caput* do art. 28, que limita a oneração dos direitos emergentes da concessão ao vago marco de não comprometimento da operacionalização e da

continuidade da prestação do serviço, a garantia pode vir a ser comprometida, uma vez que a sua execução ficará limitada às hipóteses em que a remoção do bem onerado não comprometa a continuidade do empreendimento ou à hipótese em que haverá a alienação de todo o ativo imprescindível à viabilidade do empreendimento e à própria concessão (ENEI, 2007, p. 363), limitação alinhada ao interesse de manutenção do empreendimento.

Podem ser elencadas, dentre as garantias reais, o penhor (arts. 1.431 a 1.472 do Código Civil), a hipoteca (arts. 1.473 a 1.505 do Código Civil), a propriedade fiduciária (arts. 1.506 a 1.510 do Código Civil) entre outras.

a) Hipoteca

A hipoteca é uma modalidade de garantia que recai sobre bens imóveis, inclusive, aqueles que, são incorporados artificialmente ao solo, seus acessórios, o domínio direto, o domínio útil, as estradas de ferro, as minas e pedreiras e os navios.

Em uma operação de *project finance* a hipoteca pode recair sobre o imóvel de propriedade da SPE e no qual preferencialmente é desenvolvido o empreendimento.

Nessa modalidade de garantia, a posse direta do bem onerado permanece com o proprietário, devendo o credor, na hipótese de inadimplemento do débito, executar judicialmente o bem dado em garantia pelo devedor, hipótese em que tal bem será alienado.

b) Penhor das participações societárias

O penhor é um direito real de garantia que implica a efetiva transferência da posse de bem móvel ou direitos, suscetíveis de transferência, em garantia do pagamento do débito. Tal garantia é constituída mediante instrumento público ou particular registrado no Registro de Títulos e Documentos e, em se tratando de quotas ou ações, a sua constituição se dará por meio do arquivamento do instrumento no órgão registral competente para o registro da sociedade cujas participações são oneradas ou na própria sede da sociedade, quando for do tipo sociedade anônima, devendo, em tal hipótese, realizar a competente anotação no livro de registro de ações.

Em regra, o penhor se aperfeiçoa mediante a tradição do bem dado em garantia nos termos do art. 1.431 do Código Civil, havendo, contudo, espécies de penhor nas quais o objeto se mantém na posse do devedor (art. 1.431, p.u., Código Civil), assim, não desnatura o penhor a impossibilidade de tradição do bem dado em garantia, como ocorre quando o penhor incide sobre bens incorpóreos.

É possível o penhor de participações societárias de emissão da SPE, nos termos dos arts. 1.451 a 1.460 do Código Civil e do art. 39 da Lei de Sociedades Anônimas.

Em razão do art. 27 da Lei de Concessões de Serviços Público, a oneração das participações societárias deve ser precedida de anuência da autoridade concedente, caso se trate de empreendimento submetido ao regime das concessões. Isso porque, como o referido dispositivo requer a anuência do poder público para a transferência da concessão ou da do controle societário da concessionária, eventual infração a esse dispositivo poderá implicar a caducidade da concessão, evento de todo indesejado e que culminará na frustração da performance dos ativos projetados.

Observe-se que, conforme disciplina do art. 113 da Lei das Sociedade Anônimas, o penhor de ações não abstrai o direito de voto do acionista, mas é lícito que se condicione o exercício do direito de voto à aquiescência do credor.

Destaque-se, ainda, que, como somente são suscetíveis de penhor direitos, suscetíveis de cessão, é reputada a impossibilidade de se gravar com o penhor as participações societárias que não estejam totalmente integralizadas, uma vez que, nessa hipótese, tem-se um mix de direitos e deveres e, portanto, insuscetíveis de serem penhorados (LINS; SALOMÃO NETO, 2011, p. 181).

c) Penhor industrial e mercantil de ativos

O penhor industrial e mercantil abrange uma variada gama de bens móveis como máquinas, aparelhos, materiais, instrumentos, instalados e em funcionamento, com os acessórios ou sem eles, bens semoventes, matérias-primas e produtos industrializados o é previsto nos arts. 1.147 a 1.460 do Código Civil, sendo da essência dessa modalidade de garantia o constituto possessório.

d) Penhor de recebíveis

Como as receitas do empreendimento são tidas como a fonte primária de recursos para a satisfação do direito de crédito do financiador, as garantias incidentes sobre essas receitas consistem nas garantias centrais no cenário desenvolvido por uma operação de *project finance*, uma vez que todo o empreendimento é sustentado com vistas a se pagar mediante esses ativos.

e) Penhor de conta corrente e contrato de administração de contas

O adequado monitoramento de todo o arranjo propiciado pelo *project finance* é comumente realizado pela segregação de contas que, não raras vezes, estão sob o controle de credores para que estes possam controlar as atividades da SPE, sem intervir nas atividades hodiernas desta, havendo a possibilidade ainda de a conta ser aberta em nome de um terceiro que se obriga a disponibilizar esses recursos nos exatos termos dos contratos.

Segundo Krishnamurthy V. Subramanian e Frederick Tung, o *project finance* incorpora severas restrições sobre o uso e a disposição dos recursos de caixa do empreendimento, ingerindo na ordem em que os recursos serão empregados ao que normalmente é exigido que os recursos sejam empregados prioritariamente na satisfação de despesas operacionais e, em seguida, no pagamento dos juros e do principal dos empréstimos contratados, assim como regula o excesso de caixa e o cronograma de reembolso de mutuários (SUBRAMANIAN; TUNG, 2009).

A predileção por compromissos que garantam um elemento de pressão e de influência financeira sobre as decisões gerenciais, destacando-se mecanismos que confirmam controle sobre as contas receptoras de recursos para o desenvolvimento do projeto ou os resultados da exploração do empreendimento, decorre da imanente pretensão de garantir a concretização e zelar pela boa gestão do empreendimento, ambição esta satisfeita em boa medida pelos mecanismos de monitoramento sobre os recursos.

O penhor de direitos creditórios da conta corrente é uma espécie de penhor sobre a posição contratual de correntista detida pela SPE em relação a determinado contrato de conta corrente bancária e respectiva relação de depósito, o que faz com que o penhor abranja todos os direitos de créditos associados à conta corrente.

Geralmente o penhor é instituído paralelamente à celebração de um contrato de administração de conta corrente que fixa diretrizes de controle sobre as contas receptoras dos recursos. Esse instrumento pode ser celebrado entre os patrocinadores, os financiadores e a instituição financeira custodiante dos recursos e nele encontram-se insertas obrigações para que seja empreendido zelo na destinação dos recursos, que estes sejam empregados estritamente nos objetivos contratualmente estabelecidos e são fixadas regras para o desembolso (ENEI, 2007).

#### f) Usufruto condicional de participações societárias

Como o penhor ou a alienação fiduciária de participações societárias não implicam a assunção do credor fiduciário do controle e administração da SPE, releva de fundamental interesse a instituição de usufruto condicional sobre as participações societárias de modo que o implemento da condição do inadimplemento importe a conferência dos direitos de uso, administração e percepção das receitas inerentes à participação societária. Essa garantia real pode estar associada a outras garantias ou não e é imprescindível que o direito de voto seja regulado em seu ato de constituição.

Quanto ao usufruto, prima salientar que, como o ordenamento legal brasileiro obsta a estipulação contratual que confira a propriedade do bem dado em garantia ao credor (arts. 1.428, 1.365 e 1.368 do Código Civil), o que se convencionou denominar de pacto comissório, a concessão do usufruto condicional combinado ao penhor ou à alienação fiduciária de participações societárias tem sido recorrentemente empregada como uma forma segura de se transpor ao óbice legal ao pacto comissório, uma vez que tal providência é prática mais corrente nos usos comerciais.

#### 4.2.3 Garantias reais fiduciárias

A propriedade fiduciária consiste na concessão da propriedade de um bem móvel infungível ou imóvel pelo devedor (fiduciante) ao credor (fiduciário) em garantia, sendo essa concessão realizada de forma condicional, uma vez que a propriedade retorna ao devedor quando ocorre o adimplemento da dívida.

A alienação fiduciária em garantia, como espécie do gênero negócio fiduciário, foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Posteriormente a alienação fiduciária foi aperfeiçoada pela Lei n. 9.514 (Lei do Sistema Financeiro Imobiliário), de 20 de novembro de 1997, para viabilizar a cessão fiduciária dos direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis e, em 13 de fevereiro de 1995, foi inserta a possibilidade de cessão de recebíveis emergentes de contratos de concessão pela Lei n. 11.196, de 2005, que alterou o art. 28-A, da Lei n. 8.987, que dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos.

Semelhante iniciativa pode ser observada em outros países como na Argentina, por meio da *Ley Hidrocarburos*, e no Chile, por meio da *Ley de Concesiones*, como anota André Castro Carvalho.

Com as reformas introduzidas na MP do Bem em 2005 e a sua posterior incorporação na atual Lei de Concessões, a fim de tornar as concessões mais atrativas a investidores, essa prática consagrada internacionalmente passou a ser uma realidade rotineira aos profissionais engajados com projetos de infraestrutura, melhorando a financiabilidade desses empreendimentos. Cumpre destacar que a iniciativa encontra paralelo em outros países latino-americanos, como na Argentina, com a *Ley de Hidrocarburos*, pela qual a cessão fiduciária nos contratos de exploração no setor de óleo e gás é possível desde 1967. No Chile, a *Ley de Concesiones* de 1996 também já previa a cessão fiduciária tanto dos direitos emergentes da concessão quanto de seus recebíveis — o que, para muitos juristas andinos, foi um dos principais fatores que impulsionou o desenvolvimento das concessões no país e o deixou na vanguarda, na década de 1990, quanto ao melhoramento de sua infraestrutura pública pela iniciativa privada (CARVALHO, 2013).

Na transferência fiduciária, o credor adquire a propriedade resolúvel dos bens dados em garantia no momento da constituição da garantia, e o implemento do inadimplemento o autoriza a vender esse bem judicial ou extrajudicialmente para quitar o débito.

O devedor fiduciante ostenta a posse direta e frui o bem dado em garantia enquanto perdurar o débito, sendo-lhe restituído o domínio de forma automática quando do adimplemento do débito, por meio da resolução da propriedade fiduciária. Conforme o disposto no art. 22 da Lei do Sistema Financeiro Imobiliário, a propriedade imobiliária também pode ser objeto de alienação fiduciária em favor de pessoa física ou jurídica, seja ela instituição financeira ou não.

A alienação é dotada de maior eficácia executiva dada a transferência da propriedade ao credor que apresenta a vantagem frente a outras garantias reais como o penhor e a hipoteca por não integrarem a massa falida do devedor fiduciante, podendo ser objeto de pedido de restituição caso seja arrecado no processo de falência nos termos do art. 85 da Lei de Falências e do art. 7º do Decreto Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969, além de que, em processos de recuperação judicial, os créditos não são afetados pelo processo de recuperação judicial prevalecendo os direitos de propriedade e as condições contratuais, conforme §3º, do art. 49 da Lei de Falências.

a) Alienação fiduciária das participações societárias, bens e ativos

Consoante os arts. 40 e 113 da Lei das Sociedades Anônimas, as ações podem ser objeto de alienação fiduciária e se equiparam ao penhor das participações societárias, porém com as vantagens inerentes ao seu tipo, como a exclusão dos bens alienados fiduciariamente da massa falida e a não sujeição à recuperação judicial. O mesmo se pode dizer da alienação fiduciária de bens e ativos.

c) Cessão de posição contratual

As garantias fornecidas no âmbito de um projeto não se limitam a bens e recebíveis podendo recair também sobre a posição contratual estabelecendo-se a sub-rogação de uma parte a outra na ocorrência de determinado evento como o inadimplemento (SASDELLI, 2014).

d) Cessão de direitos

A cessão pode ser definida como o negócio jurídico pelo qual uma parte (cedente), transfere a terceiro (cessionário) a sua qualidade, mantendo-se indene a relação jurídica subjacente, inclusive em relação aos negócios jurídicos acessórios. Trata-se de um ato de sub-rogação convencional em que se transmite o polo da relação jurídica. Essa cessão idealmente se dará de forma condicional e com o escopo de se ver garantida uma pretensão.

A cessão de crédito é regulada fundamentalmente pelos artigos 286 a 298 do Código Civil, podendo estar sujeita a regulamentações adicionais conforme a natureza do crédito em negociação. Essa cessão poderá recair sobre quaisquer créditos, sejam eles vincendos, vencidos ou futuros, certos ou incertos, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor, sendo que eventual cláusula proibitiva deve constar do instrumento contratual firmado com o devedor, sob pena de não poder ser oposta ao cessionário de boa fé.

Existe, ainda, a possibilidade de a cessão recair sobre débitos (art. 299 a 303 do Código Civil) e sobre uma posição contratual, não sendo essa última regulada pela lei, mas amplamente aceita pelo uso.

A cessão direitos ou créditos poderá também se dar de forma fiduciária, consoante o art. 1.361 do Código Civil, art. 17, inciso II, e 18 da Lei sobre o Sistema Financeiro Imobiliário e art. 66-B da Lei n. 4.728/65, hipótese em que o direito de retenção do crédito passaria de imediato ao credor fiduciário, salvo disposição contratual em contrário.

No âmbito do *project finance*, é comum o emprego da cessão a fim de transmitir-se o direito de percepção de créditos ou indenização aos financiadores, ainda que de forma condicional, de forma que, em caso de eventual inadimplemento, eles possam ter a sua pretensão realizada.

### **4.3 Covenants**

Nos empreendimentos estruturados sob a forma de *project finance* costumam ser celebrados compromissos ou promessas que fixam obrigações de fazer ou não fazer de modo a preservar os interesses dos financiadores, sendo tais compromissos nomeados no direito anglo-saxão como *covenants* (SEABRA, 2013).

O *covenant* é uma espécie de garantia indireta consubstanciada em obrigações contratuais acessórias que impõem determinada conduta (*positive covenants*) essencial à eficiente administração do empreendimento ou impõem que os patrocinadores deixem de exercer determinados atos na gestão do empreendimento (*negative covenants*). Ambas são convencionadas com o intuito de preservar os interesses dos financiadores concentrando-se no compromisso com a boa administração e na manutenção da integridade do patrimônio, o que asseguraria a credibilidade do empreendimento.

Essas garantias acessórias geralmente vêm atreladas a multas ou a vencimento antecipado das obrigações após determinado período de cura como forma de desestimular o incumprimento.

Exemplos de *covenants* são as regras de limitação ao endividamento, limitação ou impedimento para a contratação de novas ou determinadas obrigações, manter capital de giro mínimo, prestar contas, contratar seguro, auditar contas, informar fatos relevantes entre outros.

#### **4.4 Outras considerações**

##### **4.4.1 Transferência da concessão**

Como em *project finance* o principal escopo das garantias não é a criação de uma alternativa de recomposição patrimonial, mas a segurança de que o empreendimento será concretizado, eleva-se a pretensão de fornecimento de mecanismos de fiscalização ou controle do empreendimento. Já que economicamente a SPE, detentora da outorga pública, se diferencia de seu controlador, a despeito de esse ter sido levado em consideração na obtenção da outorga pública, o uso das participações societárias representativas do controle da SPE como garantias é realçado por permitir a efetiva transferência da outorga pública ou de sua administração ao substituir-se a figura do controlador.

O referido realce decorre de a participação societária acumular, intrinsecamente, toda a extensão patrimonial e posições jurídicas a ela atreladas. Embora possa se mencionar que existem inúmeros deveres associados às participações societárias, o caráter ativo, ou seja, os direitos têm maior destaque, o que não infirma a possibilidade de sua concessão em garantia (LINS; SALOMÃO NETO, 2011).

Cumprido anotar que a outorga da própria concessão ou parceria público-privada em garantia é vista de forma restritiva e com certo conservadorismo, uma vez que consiste em um conjunto de direitos e deveres, assim, embora se admita oneração de direitos (arts. 1.451 do e 1.361 do Código Civil e art. 66-B da Lei n. 4.728/65), a possibilidade de oneração da posição de concessionário é rechaçada pela evidência das obrigações resultantes da posição jurídica de concessionário e "[...] admitir que as obrigações também são passíveis de transferência contrária

frontalmente uma característica básica das garantias, a de só poderem recair sobre bens e não sobre obrigações" (LINS; SALOMÃO NETO, 2011, p. 177).

Os arts. 27 e 27-A, da Lei de Concessões de Serviços Público, permitem o uso de participação na concessionária como garantia, condicionando a autorização pela administração pública para transferência do controle da concessionária aos financiadores e garantidores ao cumprimento das condições estabelecidas no contrato de concessão, ao atendimento das exigências de regularidade jurídica e fiscal e, se não alteradas ou dispensadas, ao atendimento das exigências de capacidade técnica e idoneidade financeira.

Observe-se que a discricionariedade da administração pública se restringe a incluir ou não, entre tais pressupostos, a exigência de capacidade técnica e idoneidade financeira, sendo que presentes os pressupostos inscritos no contrato de concessão é cogente a expedição do ato administrativo permissivo, visto se tratar de um ato administrativo vinculado (LINS; SALOMÃO NETO, 2011).

A autorização a que alude a Lei de Concessões de Serviços Públicos não precisa se dar de forma prévia, havendo, inclusive, a possibilidade de a garantia que tenha por objeto o controle societário da SPE titular da concessão ser executada validamente sem a autorização do poder público. Contudo, a concessão caducará caso isso ocorra (LINS; SALOMÃO NETO, 2011), o que torna a providência de se obter a autorização da administração pública previamente um ato de prudência.

Por fim, anote-se que a disciplina do art. 27 da Lei de Concessões de Serviços Públicos, ao autorizar a transferência da concessão ou do controle societário da concessionária, pode ser interpretada como uma exceção a proibição do pacto comissório (LINS; SALOMÃO NETO, 2011).

#### 4.4.2 Oneração de créditos futuros

Os créditos pecuniários suscetíveis de cessão podem decorrer de relações jurídicas já constituídas e exigíveis como no caso dos créditos performados, vencidos ou vincendos, que já estão vinculados a uma obrigação de pagamento do devedor, mas poderão, ainda, decorrer de relações jurídicas constituídas cuja formação do crédito pende do cumprimento de obrigações futuras, sendo esses créditos denominados como créditos a performar, uma vez que não performados no momento da cessão, podendo o seu valor ser certo, hipótese em que apenas a sua

exigibilidade pende de um evento ou de conduta futura, ou incerto, no caso de haver mera expectativa sobre a originação futura do crédito.

Não existe qualquer ilegalidade na negociação de bens e direitos futuros, havendo previsão expressa quanto à possibilidade de venda de coisa futura ou da celebração de contrato aleatório, ou seja, que verse sobre coisa ou fato futuro, respectivamente disciplinados pelos artigos 483 e 458 do Código Civil, eventos que se aproximam da figura da cessão onerosa de crédito futuro. Importa destacar que a CVM, no uso de suas atribuições regulamentares e em sintonia as práticas do mercado financeiro, já cuidou de prever expressamente acerca da possibilidade da negociação de créditos futuros. A Instrução Normativa n. 444, de 8 de dezembro de 2006, dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, em seu §1º, do art. 1º, elencados expressamente os direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, o que denota a possibilidade de negociação de bens futuros.

As operações com créditos não performados envolvem riscos maiores, pois, ainda que as relações jurídicas já estejam constituídas, o seu objeto pode vir a não se concretizar total ou parcialmente, o que prejudica a geração da totalidade dos créditos estimados e compromete o fluxo de caixa projetado para o pagamento dos investidores.

Nos termos da legislação civil, o cedente é responsável pela existência do crédito ao tempo da cessão e poderá responder pela solvência do devedor somente se assim contratado, não podendo lhe ser imputado valor superior ao que recebeu do cessionário com os respectivos juros e eventuais despesas de cobrança.

A cessão realizada sem coobrigação da cedente é conhecida como cessão *pro soluto*. Havendo coobrigação da cedente, a cessão será *pro solvendo*. Sendo subsidiária a responsabilidade eventualmente assumida pela cedente, esta somente pagará à entidade de propósito específico o valor devido, após constada a inadimplência do devedor e excutidos os seus bens (art. 827 do Código Civil). Na hipótese de responsabilidade solidária, a cedente concorrerá com o devedor no pagamento da dívida, podendo a entidade cessionária cobrar diretamente da cedente antes de esgotados os meios de cobrança em face do devedor original (art. 264 do Código Civil) (CHAVES, 2006, p. 94).

Preceitua-se que a celebração de instrumento definitivo de cessão de crédito pressupõe que os créditos estejam performados. Assim, na hipótese de serem

créditos não performados, o adequado é a celebração de um instrumento de promessa de cessão por referir-se a uma obrigação futura, situação realçada quando se tratar de créditos futuros de montante incerto, "[...] o contrato que regula a cessão assume o caráter de contrato aleatório, dado que no momento da celebração do acordo existe mera expectativa sobre a originação futura do crédito" (OIOLI; FALEIROS, 2014, p. 305), desfazendo-se o negócio e restituindo-se o preço pago pelo cessionário ao cedente caso o crédito não venha a se concretizar.

De igual modo, o problema na incidência da garantia sob bens futuros pode ser solucionado pela celebração de dois negócios jurídicos, sendo o primeiro a obrigação de se instituir o penhor ou a garantia fiduciária sobre o bem tão logo esse bem se concretize e, o segundo, com a existência do bem, a efetivação da penhora ou alienação fiduciária.

Uma vez que o art. 1.451 do Código Civil permite a incidência do penhor sobre direitos suscetíveis de cessão, direitos estes reputados como bens móveis para fins de direito, conforme art. 83 do Código Civil, não havendo qualquer exigência a que tais direitos sejam existentes ao tempo da oneração, uma vez que o § 1º do art. 1.420 do Código Civil ratifica a oneração de bens que não integravam a propriedade do alienante, resta indene de dúvida a possibilidade de gravar-se com penhor os recebíveis ainda que futuros, entendimento que deve ser estendido à alienação fiduciária.

#### 4.4.3 Notificação

Para que o penhor de recebíveis, o penhor dos direitos de crédito do devedor no contrato de abertura de conta corrente, a cessão de posição contratual e a cessão de direitos tenham eficácia perante a devedora ou contraparte, é necessário que estas sejam notificadas mediante escrito público ou particular, devendo haver a manifesta ciência da devedora no caso da cessão. No caso da cessão de direitos, uma vez notificada a devedora, esta poderá opor as exceções que tinha contra o cedente, assim como eventual compensação realizada anteriormente ao conhecimento da cessão.

Em situações em que o número de devedores ou contrapartes é pulverizado, a notificação de todos eles é uma providência onerosa e de difícil execução, o que sugere o emprego de estruturas alternativas para garantir-se a pretendida

efetividade, hipótese em que o cedente ou devedor poderia ser nomeado como agente de cobrança dos direitos cedidos ou onerados, situação em que cobraria e receberia os créditos cedidos por conta e ordem do cessionário ou titular da garantia, podendo esses direitos, quando monetários, ser vertidos para contas bancárias do cedente ou do cessionário (OIOLI; FALEIROS, 2014).

#### **4.5 A importância das garantias para o *project finance***

##### **4.5.1 O *project finance* como estrutura de proteção**

É consabido que o adequado funcionamento de um mercado fecundo para a concretização de novos negócios requer uma estrutura de incentivos que inclui, além da estabilidade econômica, institucional e segurança jurídica, um sistema de garantias ágeis que permitam o ressarcimento do crédito dos investidores de uma forma rápida e desburocratizada, destacando-se as garantias como um instituto de incentivo aos negócios.

Em uma relação jurídica comum, as partes admitem contrair obrigações animadas pela confiança e segurança de que os compromissos ajustados serão cumpridos, ainda que como efeito de incentivos positivos ou negativos introduzidos na relação negocial, ou que, sobrevindo o indesejado inadimplemento, o seu interesse patrimonial estará resguardado por uma garantia, derradeiro mecanismo de proteção patrimonial.

O *project finance*, por se orientar prioritariamente para empreendimentos alavancados, requer um cenário jurídico favorável à celebração de relações contratuais customizadas, que transbordam o acanhamento legislativo em prol da estruturação de uma rede de contratos e um pacote de garantias próprio para a conformação dos interesses e distribuição dos riscos associados a dado empreendimento, sendo que a falha na rede de contratos ou no pacote de garantias acarretará, invariavelmente, o efeito perverso de que o custo de captação de recursos seja majorado em prejuízo direto de empreendimentos bem planejados e viáveis ou poderá resultar, ainda, no total insucesso do empreendimento em prejuízo dos investidores e da credibilidade do mercado.

Nesse sentido, importante perceber que o bom funcionamento do mercado, onde haja estímulo para novos negócios, depende de garantias ágeis que permitam uma rápida recuperação de crédito para os provedores de recursos. A própria literatura de *Law and Economics*, entendendo as garantias como problemas institucionais, demonstra que um melhor sistema de garantias contratuais tende a estimular as relações das mais diversas formas.

No *Project Finance*, os investidores, mesmo que dotados de grande poder aquisitivo, também necessitam de crédito para o desenvolvimento dos projetos. Nesse contexto, precisam de um ambiente jurídico aperfeiçoado que permita o estabelecimento de relações contratuais próprias e condizentes com uma economia moderna. Assim, de um lado, tem-se o investidor em busca de crédito, em um tipo de financiamento que exige a estruturação de garantias mais complexas que aquelas tradicionais previstas na legislação brasileira. Já de outro lado, tem-se a instituição financiadora do projeto, que exige garantias eficientes de adimplemento do capital concedido ao investidor (TIMM; D'AVILA, 2011, p. 145).

Nesse ponto, é oportuna a digressão de que não se olvida a boa aceitação e adequação dos esquemas e tipos de garantias ofertados atualmente no âmbito de empreendimentos de *project finance*, mas não se pode descurar da necessidade de que sejam diversificados os tipos de garantias concebíveis na ordem jurídica de forma que possa alcançar dada uniformidade com o que vem se propugnando no cenário internacional, com destaque para a facilitação do registro e publicidade como meio de promoção de um sistema mais eficiente.

A necessidade de uma configuração própria para os contratos e garantias é determinada por duas circunstâncias fundamentais à compreensão do *project finance*, sendo elas:

- (i) o fato de a decisão de crédito não se basear no patrimônio geral da SPE, mas, sim, na capacidade de o empreendimento gerar receitas quando alcançar o estágio operacional, receitas estas suficientes ao ressarcimento dos créditos<sup>17</sup>;
- (ii) a compreensão de que as garantias não são típicas alternativas de ressarcimento do crédito, mas mecanismos de controle e influência dos investidores e garantidores sobre o desenvolvimento do empreendimento, caso o inadimplemento das obrigações a eles devidas seja iminente ou já tenha ocorrido<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Ver item 2.2.

<sup>18</sup> Ver item 4.1.

Note-se que a estrutura protetiva inerente ao *project finance* é tão destacada que Subramanian e Tung (2009) asseveram que essa técnica é mais provável em relação ao *corporate debt finance* em países com menor proteção legal aos investidores, como os países de origem jurídica francesa, do que nos países com origem jurídica inglesa em que, tradicionalmente, a proteção legal aos investidores é mais consistente. Isto porque o *project finance* poderia ser definido como um arranjo único com características organizacionais e contratuais que atuam sinergicamente como substituto privado para as leis de proteção ao investidor, favorecendo o aporte de recursos dos investidores ao reforçar sua confiança.

Fernando Araújo, ao tecer considerações sobre os contratos de logo prazo, anota que esses contratos suscitam problemas peculiares como problemas de agência, de partilha de informações, de alteração das circunstâncias, de renegociabilidade e de governação, o que exige do direito meios de salvaguardar e preservar as posições e interesses das partes, seja conferindo mecanismos de combate a abusos e oportunismos, seja propiciando a preservação da relação ou do negócio ao permitir a procura por novos parceiros comerciais (ARAÚJO, 2007). Tais apontamentos se aplicam às relações encetadas no *project finance* e têm no sistema de garantias um adequado mecanismo de combate.

#### 4.5.2 Garantias como mecanismos de incentivo no *project finance*

Como o pagamento dos financiamentos contratados e as possibilidades de se auferir qualquer vantagem sobre o capital investido dependem prioritariamente do fluxo de caixa projetado para o empreendimento em operação, havendo uma relação de interdependência entre os envolvidos, no *project finance* sobressai a coordenação de contratos.

A coordenação de contratos tenciona assegurar a consecução do empreendimento ao qual a SPE se dedica e implica a inserção de mecanismos de incentivo para o encadeamento de condutas dos agentes no desempenho de suas funções, de forma que os participantes possam confiar no estabelecimento de uma relação estável e perene em que os objetivos predefinidos poderão, em um cenário ideal, ser alcançados ou que, no advento de uma circunstância adversa, haverá

recursos alternativos para a satisfação das pretensões ou mitigação dos prejuízos experimentados.

Nesse cenário, a eleição de um arranjo contratual adequado à conformação dos diversos interesses detidos por cada parte e do ideal maior, que é o êxito do projeto, está intrinsecamente conectada à ideia de que o arranjo deva oferecer os mecanismos de incentivo e salvaguarda suficientes à preservação das posições e interesses das partes e é sob essa toada de ideias que se propõe a interpretação das garantias convencionais insertas no bojo das relações contratuais e, em especial, nas transações que envolvam a captação de recursos como um destacado mecanismo de incentivo.

Não se propõe que qualquer garantia seja vista como condutora de uma conduta positiva de qualquer dos contratantes, até mesmo pela circunstância lógica de que a execução de qualquer garantia se dá em momento posterior ao inadimplemento da obrigação garantida, mas que o sistema de garantias usualmente modelado em um *project finance* se afasta de qualquer pretensão reparatória, cumprindo a missão de reforçar a confiança do contratante ou, em especial, do financiador de que seus interesses estão suficientemente resguardados. Por isso mesmo, a qualidade das garantias no *project finance* não se funda na solidez do patrimônio da SPE, mas na capacidade geracional do empreendimento quando em operação, sendo, portanto, a garantia um mecanismo de incentivo em razão de fortificar a confiança.

Rachel Sztajn, Décio Zylbersztajn e Paulo Furquim de Azevedo aduzem que a criação de um cenário cooperativo em um arranjo contratual, a despeito da ampla possibilidade de ganhos eventualmente existente, é algo complexo e exige o estabelecimento de regras capazes de influenciar a conduta das partes incitando-as a cumprirem os seus deveres (SZTAJN; ZYLBERSZTAJN; AZEVEDO, 2005) e esta é, senão outra, a funcionalidade a que se prestam garantias como o usufruto condicional e a possibilidade imanente ao penhor ou alienação fiduciária de participações societárias de se regular o exercício do direito de voto, garantias estas em que o potencial de controle e de influência gerencial é destacado.

#### 4.5.3 A assimetria de informação no *project finance*

Os agentes econômicos realizam trocas constantes no mercado, e a maioria dessas trocas é realizada sob assimetria de informações, ou seja, um dos agentes econômicos constantemente tem mais informações sobre os custos e benefícios de uma dada operação econômica, podendo a parte que detém uma informação privada agir de forma desleal guardando para si informação relevante (informação oculta) ou inobservando ação contratualmente prevista (ação oculta).

A mencionada deficiência de informação pode ser atribuída a uma das principais causas das maiores dificuldades em se fazer cumprir os contratos, conforme preceituado por Rachel Sztajn, Décio Zylbersztajn e Paulo Furquim de Azevedo:

As principais dificuldades de fazer cumprir contratos, levantadas pela Teoria Econômica, decorrem da dificuldade de obter informações relevantes e da impossibilidade de redação de um contrato que dê conta de todas as contingências futuras (SZTAJN; ZYLBERSZTAJN; AZEVEDO, 2005, p. 120).

Aqueles que perseguem a obtenção de crédito têm uma vantagem informacional em relação aos possíveis emprestadores devido ao domínio da informação quanto à capacidade de pagamento do crédito contraído. Considerando a ausência de informação, os credores oferecem o crédito a uma taxa média de risco, o que faz que os demandantes de crédito, que apresentam um risco menor de crédito, se retirem do mercado e somente permaneçam os credores que tenham uma taxa elevada de risco, fenômeno este que ilustra a seleção adversa no mercado de crédito.

Quando os agentes econômicos realizam trocas com base em informações incompletas sobre os custos e benefícios que cada um terá como resultado de uma transação, o mercado falha e, por conta própria, não maximiza o bem-estar social. Um caso em que isso ocorre é quando há uma *assimetria de informação* entre os agentes, isto é, quando uma das partes na transação sabe mais sobre o bem ou serviço transacionado do que a outra. Um caso clássico é aquele em que o vendedor sabe mais sobre o produto que comercializa do que o comprador, por exemplo, na venda de um carro usado. Só o dono sabe se, onde e como o carro sofreu algum acidente, se apresenta problemas no motor etc. O potencial comprador só vê um carro polido e lustroso, em ótimo estado. (Este é o argumento debatido na obra *The market for "Lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, do prêmio Nobel de Economia George Akerlof.) Outro exemplo são as emissões primárias de ações ou títulos de dívida corporativa, circunstância em que a empresa sabe muito mais sobre sua verdadeira situação financeira do que os potenciais investidores (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 259).

Sociedades empresárias com longo histórico de operação e crédito normalmente são menos sensíveis à assimetria de informações, sucedendo, via de regra, o inverso com sociedades novas que assentam a sua pretensão de crédito em sua própria estrutura patrimonial.

Embora o *project finance* possa consistir em uma estrutura privada tendente a reduzir os conflitos de agência, como resultado direto da segregação do patrimônio e da existência de mecanismos de incentivo em que são previstas ações desejáveis e indesejáveis, possibilidades de controle de contas e influência gerencial sobre o fluxo de caixa pelos investidores e garantidores, o que reforça o controle do empreendimento e, ainda, em que o esquema organizacional do *project finance* propicie um menor custo de monitoramento do fluxo de caixa do empreendimento dado que as contas vinculadas a este, não bastassem as diversas regras de administração, geralmente são submetidas ao controle dos financiadores e garantidores, o que implica a redução dos custos de informação (SUBRAMANIAN; TUNG, 2009), a assimetria de informações está longe de ser eliminada.

A assimetria informacional é marcante em empreendimentos de *project finance*, não só por se tratar de uma sociedade nova, mas devido à complexidade ínsita a sua estruturação e à existência de uma álea de incerteza associada aos riscos do empreendimento que fazem com que os próprios patrocinadores do empreendimento, apesar de todo o esforço e cuidado, também não detenham todas as informações associadas ao negócio, ou seja, a assimetria da informação não decorre apenas de informações oclusas, mas de informações não observáveis ou observadas.

Dispor de informações relativas aos produtos, direitos de propriedade e sobre as ações das partes é uma condição fundamental para não haver dificuldades ao fazer cumprir os contratos. Via de regra, essas informações não podem ser obtidas sem custos, o que consiste em uma dificuldade para o estabelecimento do acordo (negociação que antecede o contrato) e para a constatação de se os termos do contrato estão de fato sendo cumpridos (SZTAJN; ZYLBERSZTAJN; AZEVEDO, 2005, p. 121).

O BNDES, enquanto maior financiador dessa modalidade de investimento, desfruta de estrutura suficiente para a compreensão adequada dos empreendimentos, e sua confiança é baseada nos estudos técnicos, o que não pode se supor de um investidor comum que não esteja familiarizado com as

peculiaridades desse tipo de projeto e do qual seria exigível investimento mais vultoso para a compreensão da estrutura. E é nesse sentido que se preceituam as garantias como elementos essenciais à recuperação da confiança dos financiadores em detrimento de qualquer desconfiança potencialmente ocasionada pela assimetria de informações.

A assimetria de informação é mais a norma do que a exceção, mas nem sempre, em função disso, a regulação é necessária ou recomendável. Em muitas situações, o interesse do vendedor em manter uma boa reputação e/ou a existência de garantias fornecem incentivos suficientes para que essa assimetria não prejudique a parte menos informada. Além disso, o custo em que o regulador incorre para informar-se e divulgar essa informação tende a ser muito alto, em comparação ao ganho marginal que pode resultar disso (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 259).

As garantias, marcas e certificações são apontadas por George Akerlof (AKERLOF, 1970) como institutos de controle da assimetria da informação. Nesse sentido, com o intuito de manter a boa reputação, são oferecidas garantias como mecanismos de incentivo na relação contratual de forma que a assimetria informacional não prejudique a relação. Assim se opera nos mercados e no âmbito do *project finance*.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou analisar o sistema de garantias inserto no *project finance* e sua peculiar denotação. Para isso, foi necessário principiari a exposição pela apresentação e compreensão do *project finance* como uma técnica de engenharia financeira que se assenta preponderantemente na circunscrição das garantias de todos os investimentos e das contratações sobre os ativos presentes e futuros do empreendimento ao qual se dedicará a SPE especialmente constituída, engenharia esta largamente empregada em empreendimentos de longo prazo como os de infraestrutura.

O cenário econômico adverso experimentado pelo Brasil nos últimos anos realçou o interesse por tal modelagem em virtude de seu potencial de congregari diversas fontes de recursos e confirmou o entendimento de que o Estado e os bancos públicos não podem prosseguir encabeçando a promoção de recursos para o desenvolvimento desses empreendimentos devendo ser perseguido o incentivo à participação privada. Providência esta que transborda a necessidade de criação de instrumentos financeiros específicos e perpassa pela alteração da imagem do Estado e de seus empreendimentos no mercado, restituindo a segurança de que os compromissos pactuados serão indistintamente cumpridos.

Como se pode demonstrar, o *project finance* não consiste em um tipo jurídico específico se consubstanciando e sendo apreendido pelo direito mediante o vislumbre da rede de contratos que habitualmente sustenta os interesses envoltos em tal modelagem financeira, dispondo-se, nessa rede de contratos, de uma série de negócios jurídicos de naturezas jurídicas distintas coligados pelo interesse de viabilizar a captação de recursos suficientes à execução do empreendimento e formação do ativo projetado e esperado pelas partes envolvidas, impondo-se a formação do ativo como o fundamento de toda conexão contratual erigida em um *project finance*, uma vez que será ele o viabilizador da satisfação das expectativas de performance e percepção de receitas futuras.

Qualquer esforço envolto na modelagem do *project finance* pressupõe a instrumentalização de uma estrutura dotada de mecanismos de salvaguarda das decisões, promessas e trocas realizadas pelos agentes econômicos para que haja o incentivo de condutas concertadas e direcionadas à satisfação dos interesses de cada agente econômico e para que, sobrevivendo um evento indesejado na relação, as

partes possam alcançar a solução que permita a sustentação do empreendimento e das expectativas que animaram o início das relações jurídicas.

Contextualizada e problematizada a assimilação do *project finance*, foi dedicado espaço à compreensão do sistema de garantias concebido na rede de contratos. Espaço no qual as garantias convencionadas se prestam a guardar e proteger a confiança dos contratantes e financiadores de que terão suas legítimas expectativas respeitadas.

Por esse ângulo, sustenta-se a ideia de que a estrutura proposta pelo *project finance* acentua a importância das garantias, pois, ainda que todo projeto se revista de inúmeros estudos técnicos, extenso número de contratos e robusta demonstração da viabilidade e do potencial lucrativo do empreendimento a ser operado, a limitação do patrimônio afeto à sustentação dos compromissos assumidos e os riscos associados ao empreendimento imputam ao pacote de garantias a segurança de que os ativos necessários à satisfação dos interesses dos envolvidos serão performados.

Assim, ainda que qualquer sistema de garantias seja insuficiente frente a um cenário em que as instituições não são vistas com seriedade, é forçoso reconhecer que a confiança e a segurança no cumprimento dos compromissos ajustados são depositadas nas garantias, ainda que estas não se traduzam em mecanismos de recomposição, mas, sim, de incentivos positivos ou negativos.

## REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. **The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism.** Quarterly Journal of Economics, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

Disponível em:

<<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>>

Acesso em: 18 maio 2017.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais -. Boletim de Financiamento de Projetos. Disponível em:

<[http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/boletim-de-financiamento-de-projetos.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/boletim-de-financiamento-de-projetos.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

ARAÚJO, Fernando. **Teoria económica do contrato.** Coimbra: Almedina, 2007.

BANCO NACIONAL do Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>>. Acesso em: 26 set. 2017.

BERTOLDI, Alexandre. "Apesar da crise, o Brasil não vai acabar", diz Bertoldi. Diário de Pernambuco, 12 de outubro de 2015. Disponível em:

<[http://www.diariodepernambuco.com.br/app/noticia/economia/2015/10/12/internas\\_economia,603202/apesar-da-crise-o-brasil-nao-vai-acabar-diz-bertoldi.shtml](http://www.diariodepernambuco.com.br/app/noticia/economia/2015/10/12/internas_economia,603202/apesar-da-crise-o-brasil-nao-vai-acabar-diz-bertoldi.shtml)>.

Acesso em: 17 maio 2017.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Project finance e infra-estrutura: descrição e críticas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 2, n. 6, p. 123-34, set./dez. 1999.

BRAGA, Rodrigo Bernardes. Subcapitalização nas sociedades anônimas, estruturas societárias piramidais, expropriação de minoritários e credores e desconsideração da personalidade jurídica. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords.). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos.** São Paulo: Atlas: 2016, p. 639-668.

BRASIL. Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/De10911.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/De10911.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 18 maio 2016.

BRASIL. Constituição Federal de 1988. Promulgada em 5 de outubro de 1988. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o sistema de financiamento imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm)>. Acesso em: 18 maio 2016.

BRASIL. Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8987cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8987cons.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n.10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n.11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Instrução CVM n. 444 de 15 de janeiro de 2010. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Disponível em: <[http://www.integraltrust.com/images/stories/legislacao/normativos/securitizacao/inst rucoes\\_CVM/InstrucaoCVM444.pdf](http://www.integraltrust.com/images/stories/legislacao/normativos/securitizacao/inst rucoes_CVM/InstrucaoCVM444.pdf)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 12.249, de 11 de junho de 2010. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2010/lei/l12249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12249.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. EM Interministerial n. 194/2010 - MF -/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, de 29 de dezembro de 2010. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2010/exm/emi-194-mf-mdic-mc-mct-mec-mme-mp-mpv-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/exm/emi-194-mf-mdic-mc-mct-mec-mme-mp-mpv-517-10.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm)>. Acesso em: 26 set. 2017.

BRASIL. Circular SUSEP n. 477, de 30 de setembro de 2013. Dispõe sobre o Seguro Garantia, divulga condições padronizadas e dá outras providências. Disponível em: <<http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=31460>>. Acesso em: 26 set. 2017.

CALDAS, Roberto. **Parcerias público-privada: e suas garantias inovadoras nos contratos administrativos e concessões de serviços públicos**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

CAMPOS, Diogo Leite de. Financiamento de projetos. In: ROLIM, João Dácio; FERREIRA, Luciana Goulart; GODOI, Marciano Seabra de (Orgs). **Direito empresarial atual: nacional e internacional**. Belo Horizonte: Del Rey, 2013, v. 2. P. 25-46.

CARVALHO, André Castro. **A relação entre bancos e infraestrutura é promissora**. Conjur, 30 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2013-out-30/andre-carvalho-relacao-entre-bancos-infraestrutura-promissora>>. Acesso em: 17 maio 2017.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial: securitização de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

DELBEM, Fayga Czerniakowski; SHENG, Hsian Hua. Análise do desenvolvimento das debêntures de infraestrutura. **Revista dos tribunais**, São Paulo, v. 105, n. 973, p. 179-92, nov. 2016.

DIAS, Maria Tereza Fonseca. **Direito administrativo pós-moderno: novos paradigmas no direito administrativo a partir do estudo da relação entre o estado e a sociedade**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2003.

DRAGO, Guilherme Araújo. **O enriquecimento sem causa nos project finance executados no Brasil**. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 15, n. 55, p. 249-82, jan./mar. 2012.

ENEI, José Virgílio Lopes. **Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)**. São Paulo: Saraiva, 2007.

ENEI, José Virgílio Lopes. Project bonds. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Orgs). **Temas de direito bancário e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 385-422.

FARIA, Viviana Cardoso de Sá. **O papel do *project finance* no financiamento de projetos de energia elétrica: caso da The Cana Brava**. 2003, 180p. Tese (Mestrado em Ciências em Planejamento Energético) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.ppe.ufrj.br/ppes/production/tesis/vcsfaria.pdf>>. Acesso em: 26 set. 2017.

FERNANDES, Edson Carlos. Financiamento/alavancagem da companhia e as normas jurídico-contábeis (IFRS/CPC). In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas: Gen 2016, p. 215-230.

FINNERTY, John D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999..

FLORENZANO, Vincenzo D. **Sistema financeiro e responsabilidade social: uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e análise econômica do direito.** São Paulo: Textonovo, 2004.

FRISCHTAK, Cláudio; NORONHA, Júlia. **O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada.** Brasília: CNI, 2016.

**GOVERNO avalia mudanças no marco regulatório das concessões.** Jornal do Comércio, 3 de dezembro de 2015. Disponível em: <[http://jcrs.uol.com.br/\\_conteudo/2015/11/cadernos/jc\\_logistica/469637-pais-precisa-de-novo-ambiente-regulatorio-em-infraestrutura-diz-levy.html](http://jcrs.uol.com.br/_conteudo/2015/11/cadernos/jc_logistica/469637-pais-precisa-de-novo-ambiente-regulatorio-em-infraestrutura-diz-levy.html)>. Acesso em: 17 maio 2017.

GUIMARÃES, Plínio Pinheiro; PIMENTEL, Roberta; VAZ, Marcela. Operações sindicalizadas e obtenção de crédito externo por tomadores brasileiros: aspectos práticos e negociais. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos.** São Paulo: Atlas: 2016, p. 433-458.

KUMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: uma introdução.** Rio de Janeiro: São Paulo: Recife: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo. Capital social e ações. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords). **Direito das companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O seguro-garantia sob a modalidade de antecipação de pagamentos. In: WALD, Arnoldo (Org.). **Doutrinas essenciais: direito empresarial. contratos mercantis e outros temas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 4.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. **A teoria das redes contratuais e a função social dos contratos.** In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Orgs). **Doutrinas essenciais: obrigações e contratos contratos: princípios e limites.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 3.

LINS, Paulo Meira; SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito dos financiadores à concessão nas operações de "project finance".** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 50, n. 159/160, p. 173-90, jul./dez. 2011.

MATTOUT, Jean-Pierre. **O financiamento de projeto ou o poder do contrato**. In: WALD, Arnaldo (Org.). **Doutrinas essenciais**: direito empresarial : contratos mercantis e outros temas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v.6.

MINISTÉRIO Público Federal - MPF. Caso Lava Jato. Brasília. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>. Acesso em: 26 set. 2017.

MONTEIRO, Daniella Raigorodky; STEINBERG, Carla. O mercado de capitais brasileiro como alternativa para atrair e viabilizar a participação do setor privado no financiamento de projetos de infraestrutura. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes (Coord.). **Mercado financeiro & de capitais regulação e tributação**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 357-370.

MUNIZ, Igor. Acordos de subordinação de dívida em operações de project finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo e MUNIZ, Igor (Orgs). **Temas de direito bancário e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 195-258.

OIOLI, Erik F.; FALEIROS, Vanessa Zampolo. Transferência e retenção de riscos na securitização. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo e MUNIZ, Igor (Orgs). **Temas de direito bancário e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 301-320.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Capitalização e financiamento da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2.

PEREIRA, Renato Sundin. **Project finance como fonte alternativa de recursos**. 2003, 113p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/85734/231574.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 26 set. 2017.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Estratégia e finanças na análise jurídica**. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords). **Finanças corporativas**: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas: 2016, p. 193-214.

ROCHA, João Luiz Coelho da. Novas alternativas e derivações jurídicas para a agregação empresarial. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 39, n. 118, p. 94-100, abr./jun. 2000.

ROCKMANN, Roberto. **Na mira de europeus e asiáticos, projetos logísticos somam R\$ 198,4 bi**. Carta Capital, 23 de outubro de 2015. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/especiais/infraestrutura/na-mira-de-europeus-e-asiaticos-projetos-logisticos-somam-1984-bilhoes-de-reais-9732.html>>. Acesso em: 17 maio 2017.

RODRIGUES JUNIOR, Waldery. **Participação privada no investimento em infraestrutura e o papel do project finance**. Brasília: IPEA, 1997.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas: 2016, p. 231-250.

SADDI, Jairo. Segurança jurídica nos negócios do mercado financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais** v. 7, n. 23, p. 53-92, jan./mar. 2004.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Financiamento de projetos com recursos internacionais (project finance)**. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais** v. 7, n. 23, p. 53-92, jan./mar. 2004.

SASDELLI, Fabrizio. Garantias em *project finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Orgs). **Temas de direito bancário e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 363-384.

SEABRA, Isamara. A importância do project finance no desenvolvimento das empresas brasileiras. In: CALDA, Roberto Correia da Silva Gomes; NEVES, Rubia Carneiro (Orgs). **Atuação empresarial no estado democrático de direito**. São Paulo: Clássica, 2013, p. 217-246.

SEIXAS, Renato. **Project finance em empreendimentos de pequeno e médio porte**. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**, v. 10, n. 37, p. 30-47, jul./set. 2007.

SILVA, de Plácido E. **Vocabulário jurídico**. 27. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique Cunha (Coords). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas: 2016, p. 459-494.

SOUZA, Eduardo. O financiamento da infraestrutura: debêntures e letras financeiras. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes (Coord.). **Mercado financeiro & de capitais regulação e tributação**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 173-194.

SUBRAMANIAN, Krishnamurthy V.; TUNG, Frederick. **Law and project finance**. Março, 2009. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/profile/Krishnamurthy\\_Subramanian2/publication/228139409\\_Law\\_and\\_Project\\_Finance/links/02e7e5182077f5c271000000/Law-and-Project-Finance.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Krishnamurthy_Subramanian2/publication/228139409_Law_and_Project_Finance/links/02e7e5182077f5c271000000/Law-and-Project-Finance.pdf)>. Acesso em: 18 maio 2017.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio; AZEVEDO, Paulo Furquim. **Economia dos contratos**. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Orgs). **Direito & economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PATELLA, Laura Amaral; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **A transferência de créditos na securitização**. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes (Coord.). **Mercado financeiro & de capitais regulação e tributação**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 391-410.

TEIXEIRA, Nilson. **Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios**. BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. São Paulo: Contra Capa, c2005.

TIMM, Luciano Benetti; D'ÁVILA, Anderson Jardim. Alienação fiduciária em garantia no project finance no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 14, n. 51, p. 131-54, jan./mar. 2011.

WIEST, Ramon; BALBINOTTO NETO, Giacomo. **Assimetria de informação e garantias no mercado de crédito: o caso das operações de penhor**. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, v. 1, n. 2, 2015. Ficha Técnica. Publicação do Centro de Investigação de Direito Privado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (CIDP).