

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
FACULDADE DE DIREITO

**FERNANDA STANGE DRIUSSI**

**ASPECTOS JURÍDICOS DO *PROJECT FINANCE* NO BRASIL**

CURITIBA  
2015

**FERNANDA STANGE DRIUSSI**

**ASPECTOS JURÍDICOS DO *PROJECT FINANCE* NO BRASIL**

Monografia de conclusão de curso apresentada no Curso de Graduação em Direito, do Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Egon Bockmann Moreira

CURITIBA

2015

**FERNANDA STANGE DRIUSSI**

**ASPECTOS JURÍDICOS DO *PROJECT FINANCE* NO BRASIL**

Monografia de conclusão de curso aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito, no Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

ORIENTADOR:

---

Prof. Dr. Egon Bockmann Moreira

---

Prof. Dr. Alexandre Ditzel Faraco

---

Prof. Dr. Rodrigo Luís Kanayama

Curitiba, 04 de dezembro de 2015

*À minha mãe, Denise,  
minha razão de ser.*

## AGRADECIMENTOS

Chegado o fim da jornada traçada na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, alguns agradecimentos se fazem necessários.

Inicialmente, agradeço ao meu orientador, Professor Dr. Egon Bockmann Moreira, não apenas pela orientação de excepcional importância para o desenvolvimento deste trabalho, como também pela paciência e atenção a mim dedicados no decorrer deste processo. Aos membros da banca de avaliação, Professor Dr. Alexandre Ditzel Faraco e Professor Dr. Rodrigo Luís Kanayama, por terem aceitado ao convite para dela participar.

A todos os professores que encontrei na faculdade, os quais me ensinaram a questionar as regras postas e a lutar pela concretização da justiça. À Jane do Rocio Kiatkoski, exemplo de funcionária, responsável por tornar mais agradável os anos de faculdade dos alunos desta casa.

Agradeço, ainda, à minha família, responsável por tudo que fui, sou e serei na vida. Sem o amor, a dedicação, o apoio e a paciência de vocês, esta conquista não seria possível. Especialmente à minha mãe, Denise, que sempre esteve ao meu lado e não mede esforços para a concretização de minha felicidade, registro aqui o meu “muito obrigada”.

Agradeço aos amigos angariados ao longo destes cinco anos de faculdade, que tornaram o caminho muito mais alegre e prazeroso. Em especial, agradeço à Heloisa Gabardo Caron, Karina Akemi Nakayama, Rafaella Moscalewsky, Renata Silva Cintra e Renata Rossi Assmann, as melhores amigas que eu poderia pedir para o resto da vida, com quem tive o privilégio de compartilhar os melhores momentos de vida nos últimos cinco anos.

À Beatriz Arantes Cassou, pelas conversas fundamentais acerca da estruturação deste trabalho e pela ajuda para a sua formatação.

Ao Gustavo de Revorêdo Pugsley, pelo amor, apoio e paciência a mim dedicados no último ano, além das intermináveis discussões acerca do desenvolvimento da presente monografia, sem os quais a conclusão deste trabalho não seria possível.

Por fim, a Deus, sempre e por tudo.

## RESUMO

O *project finance* constitui modelo de financiamento de projetos, cuja importância em território nacional é crescente desde a década de 90 do século XX. O processo de privatização então promovido pelo Governo Federal possibilitou que o desenvolvimento de empreendimentos de tamanho e custo expressivos passasse a ser de responsabilidade de particulares, demandando, assim, novas formas de financiamento a serem adotadas. A aplicação crescente do *project finance* para o desenvolvimento de referidos projetos pode ser verificada tanto no setor privado, quanto no setor público, e a estruturação de referido financiamento traz à tona discussão acerca de importantes aspectos jurídicos a ele inerentes, ainda pouco discutidos pela doutrina nacional. A previsão de *step-in rights* e a atribuição de *golden shares* aos financiadores ainda são objeto de discussão, merecendo estudos mais aprofundados. Do mesmo modo, cabe observar a estrutura contratual que dá azo ao *project finance*, constituída em verdadeira coligação contratual, o que demanda, por si só, maior cuidado quando da interpretação das disposições contratuais. Finalmente, para que uma operação de *project finance* seja possibilitada e aceita pelos participantes do financiamento, faz-se necessária a verificação de instrumentos de garantia, os quais podem assumir as mais variadas espécies. Citadas questões serão analisadas no presente trabalho, sendo detida a análise sob seu aspecto jurídico, cujas peculiaridades se acentuam a depender da natureza pública ou privada do empreendimento financiado.

**Palavras-chave:** *Project Finance*; Contratos coligados; *Step-in rights*; *Golden shares*; Garantias.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2 <i>PROJECT FINANCE</i>: NOÇÕES INTRODUTÓRIAS .....</b>	<b>10</b>
2.1 Histórico .....	10
2.2 Conceito .....	14
2.3 Características .....	21
2.4 Formas de financiamento.....	29
<b>3 ASPECTOS JURÍDICOS DO <i>PROJECT FINANCE</i> NO BRASIL.....</b>	<b>34</b>
3.1 A essencialidade da Sociedade de Propósito Específico .....	35
3.2 <i>Golden shares</i> e financiadores .....	40
3.3 A estrutura contratual do <i>Project Finance</i> .....	43
3.4 Garantias, alocação e mitigação de riscos .....	50
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>58</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>61</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O fenômeno da globalização, verificado desde as últimas décadas do século XX, operou efeitos não apenas econômicos e sociais, mas também jurídicos. O ordenamento jurídico pátrio, anteriormente influenciado, em grande parte, pelo direito europeu continental, especialmente quando considerados os ramos civilista e administrativo, passou a apresentar, na prática, a adoção de institutos da cultura anglo-saxã, dentre os quais se destaca o *project finance*.

O processo de privatização, intensificado desde meados da década de 90 do século passado, especialmente após a edição da Lei das Concessões Públicas (Lei nº 8987/95), é, em âmbito nacional, um dos maiores responsáveis pelo surgimento e pelo início de adoção do instituto<sup>1</sup>, considerando-se a concessão da exploração do setor de infraestrutura, anteriormente controlado pelo Estado, a entes privados (BORGES; FARIA, 2002).

Uma vez que tais empreendimentos deixaram de ser financiados pelo Estado, passando a ser de responsabilidade de particulares determinados, escolhidos após procedimento de concorrência pública – isto é, licitação -, fez-se necessária a estruturação de instituto que permitisse a tais entes privados conseguir os financiamentos necessários, tendo em vista as exigências apresentadas pelos financiadores para o aporte de capitais na sociedade patrocinadora do projeto (BORGES; FARIA, 2002; BONOMI, MALVESSI, 2004; ENEI, 2007). É nesse contexto, então, que o *project finance* passa a ser adotado na prática de mercado brasileira.

Não apenas em projetos decorrentes de concessões públicas, mas também naqueles em razão de parcerias público-privadas e mesmo em projetos desenvolvidos no setor privado verifica-se, atualmente, a aplicação do instituto do *project finance*.

Em breve síntese, o *project finance* pode ser definido como espécie de financiamento em que os investidores analisam, para a concessão do empréstimo, a capacidade financeira e o fluxo de caixa do projeto financiado, sendo que todas as

---

<sup>1</sup> Nesse sentido, veja-se BONOMI; MALVESSI, 2004; ENEI, 2007.



partes envolvidas assumem uma parte dos riscos relativos ao desenvolvimento do projeto em questão (FABOZZI, NEVITT, 1995; WOOD, 1995).

Embora aparente constituir tema fundamentalmente econômico, o *project finance* gera diversas repercussões jurídicas, possuindo aspectos específicos, mesmo quando adotado no desenvolvimento de projetos privados, os quais demandam e merecem maior atenção da doutrina pátria.

Questões como a criação de sociedade de propósito específico pelos patrocinadores do projeto, com vistas a segregar o desenvolvimento do projeto do restante de seu patrimônio, assim como a possibilidade de detenção de *golden shares* por tais financiadores, a estruturação contratual da operação e a alocação de riscos e constituição de garantias são alguns dos aspectos que apresentam significativa relevância jurídica e demandam reflexão por parte dos aplicadores do direito.

Quando considerada, ademais, a adoção do instituto em projetos objeto de concessões públicas ou parcerias público-privadas, a questão torna-se ainda mais interessante, tendo em vista as especificidades de tais modelos de contratação pública.

O presente trabalho, portanto, tem por objetivo a análise do instituto do *project finance* e de suas peculiaridades, especialmente no que tange aos seus aspectos jurídicos, a fim de que se possa melhor compreendê-lo. Para tanto, o primeiro capítulo destina-se ao estudo do aspecto histórico do *project finance* (2.1), seguido de sua conceituação (2.2), suas características (2.3) e as formas possíveis de aporte de capitais ao projeto (2.4).

O capítulo seguinte, por sua vez, tem por foco especificamente os aspectos jurídicos do *project finance*, especialmente a essencialidade da constituição da sociedade de propósito específico – SPE (3.1), a atribuição de *golden shares* aos financiadores (3.2), a estruturação contratual do *project finance* (3.3) e os riscos, sua alocação e garantias verificadas em operações financeiras desta espécie (3.4). Finalmente, após a análise dos aspectos gerais e jurídicos supracitados, serão tecidas considerações conclusivas em um último tópico (4).

## 2 PROJECT FINANCE: NOÇÕES INTRODUTÓRIAS

A fim de que se possa desenvolver o estudo dos aspectos legais do *project finance* no Brasil, traçando comentários acerca de sua aplicação a projetos de concessões públicas e parcerias público-privadas, faz-se necessária a compreensão do instituto.

Desde já, faz-se necessário sublinhar algumas questões de nomenclatura. No presente trabalho, acionistas da SPE são tratados como patrocinadores do projeto, chamados por alguns autores de seus empreendedores<sup>2</sup>. Por sua vez, as entidades destinadas ao fornecimento dos empréstimos necessários à execução do projeto são denominadas de financiadores ou entidades financiadoras. Note-se que tal compreensão é de fundamental importância para a compreensão do trabalho, a qual exige o integral conhecimento acerca do papel ocupado pelos diferentes sujeitos envolvidos no *project finance*.

O presente capítulo destina-se à análise da origem histórica do *project finance* (2.1) e de seu conceito (2.2), bem como de suas características (2.3) e das formas de financiamento a ele inerentes (2.4).

### 2.1 Histórico

Muito embora o *project finance* componha modelo de financiamento relativamente atual, suas raízes remetem a um passado distante, mais especificamente o século XIII. Finnerty (2007) ensina que a técnica do financiamento de projetos possui uma longa história, sendo o modelo mais utilizado pelo comércio até o século XVII<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> A exemplo de Eduardo Salomão Neto (2014).

<sup>3</sup> Neste sentido, conforme destacado no original, afirma FINNERTY (2007, p. 4): "Project financing is not a new financing technique. Venture-by-venture financing of finite-life projects has a long history; it was, in fact, the rule in commerce until the 17th century."

Como exemplo, diversos estudiosos, como o próprio Finnerty (2007) e Borges e Faria (2002) mencionam o empréstimo concedido, no ano de 1299, pelo banco italiano Frescobaldi à Coroa Britânica com o objetivo de desenvolver as minas de prata na região de Devon. Em troca do financiamento, o Frescobaldi seria o controlador da exploração das minas por um ano, período em que poderia retirar tanto minério quanto tivesse capacidade, desde que arcasse com os custos de operação. A Coroa Britânica, por sua vez, não ofereceu qualquer garantia relativa à exploração das minas de prata e não se comprometeu a pagar qualquer taxa de juros ao banco, sendo o financiamento inteiramente garantido pelo controle da exploração das minas em questão concedido ao Frescobaldi.

Observa-se, ainda, que financiamentos antecessores ao atualmente denominado *project finance* foram amplamente utilizados na época do mercantilismo. Conforme ensinam Bonomi e Malvessi (2004, p. 64), neste período, “os mercadores, financiados por banqueiros florentinos, venezianos e outros, saíam em viagem pela região do Mediterrâneo a fim de vender mercadorias, partilhando entre si o risco e o retorno do empreendimento”, sendo esta forma de financiamento um rudimento do atual instituto.

Não apenas estas pequenas viagens, mas também as grandes navegações foram vistas como sementes do atual modelo de financiamento, considerando-se que a expansão do território desejada pela Coroa das nações descobridoras – como Portugal e Espanha – era financiada por mercadores e banqueiros, os quais recebiam como pagamento parte dos lucros provenientes da revenda, na Europa, das especiarias e metais preciosos encontrados (BONOMI; MALVESSI, 2007).

De acordo com Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002, p. 246)<sup>4</sup>,

a burguesia mercantil estava por trás de quase todos os empreendimentos de porte por ser a detentora do capital capaz de financiar a nobreza na expansão do seu território. A garantia oferecida eram as especiarias encontradas ao longo das expedições ou as terras conquistadas, ou seja, o fluxo de caixa do empreendimento.

Yescombe (2014), por sua vez, ensina que modelo de financiamento antecessor do atual *project finance* era utilizado para o financiamento do setor

---

<sup>4</sup> Neste sentido colocam-se também os ensinamentos de BONOMI e MALVESSI (2004).

público de infraestrutura desde o século XVIII, enquanto no setor de exploração de recursos naturais era observado desde o século XIX. Em 1880, o *Crédit Lyonnais*, banco francês, financiou o desenvolvimento dos campos de petróleo de Baku, na Rússia, sendo os investimentos pagos pelos valores gerados pela comercialização dos recursos explorados. O autor destaca, ainda, que na década de 30 do século XX tal técnica de financiamento foi aprimorada quando de sua utilização para o financiamento dos campos de petróleo no Texas.

Não obstante tais aplicações pretéritas, o *project finance* se desenvolveu e chegou aos moldes atuais a partir da segunda metade do século XX (BONOMI; MALVESSI, 2004; FINNERTY, 2007; YESCOMBE, 2014).

De acordo com Yescombe (2014) o processo de desestatização da economia sofrido mundialmente a partir da década de 80 foi um dos fatores mais importantes para o desenvolvimento do *project finance* em escala mundial. O autor elenca, ainda, como mudanças em técnicas de financiamento que impulsionaram o *project finance* a partir de 1970, o início de empréstimos a longo prazo por bancos comerciais a empresas e a utilização de crédito de exportação para o financiamento de grandes projetos, além do financiamento de embarcações concedido a sociedades de propósito específico, financiamento de imóveis garantidos pela rentabilidade projetada do empreendimento e *leasing* financeiro baseado em tributos.

Conforme ensinam Bonomi e Malvessi (2004), o *project finance* nos moldes presentemente conhecidos surgiu no Reino Unido, nos anos 70 do século passado, devido ao desejo de expansão das plataformas continentais de exploração de petróleo e gás natural. Como o investimento requerido era maciço e apresentava riscos elevados, “os participantes do empreendimento buscaram alternativas para dividir os riscos do negócio, surgindo então, como melhor opção, o *Project Finance*” (BONOMI; MALVESSI, 2004, p. 64).

Nos Estados Unidos, de acordo com os ensinamentos de Finnerty (2007), sua utilização pode ser verificada já no ano de 1969, quando do início das obras do Trans Alaska Pipeline System (TAPS), concluídas em 1977. Não obstante, a aplicação do *project finance* foi verdadeiramente impulsionada naquele país a partir do ano de 1978, quando da edição do *Public Utility Regulatory Policies Act*

(PURPA), responsável por estabelecer base relativamente concisa para a aplicação do *project finance* na área de energia elétrica<sup>5</sup>.

No setor de infraestrutura, especialmente de transportes, a aplicação do *project finance* pôde ser verificada na Europa a partir da metade da década de 80, sendo um de seus maiores exemplos a construção do Eurotúnel. Já no setor de infraestrutura social, como escolas, hospitais e presídios, tal modelo de financiamento foi primeiramente aplicado no Reino Unido na década de 90, tendo se desenvolvido majoritariamente devido ao *Private Finance Initiative*<sup>6</sup> (YESCOMBE, 2014, p. 10).

No Brasil, o *project finance* apresentou surgimento tardio, sendo efetivamente aplicado como modelo de financiamento apenas a partir dos anos 90, devido ao início do processo de privatização<sup>7</sup> (BONOMI; MALVESSI, 2004; ENEI,

---

<sup>5</sup> Conforme ensina Finnerty (2007, p. 5) :“This provision of PURPA established a foundation for long-term contractual obligations sufficiently strong to support nonrecourse project financing to fund construction costs. The growth of the independent power industry in the United States can be attributed directly to passage of PURPA”. Yescombe (2014, p. 10) também ensina que “Project finance for independent power producers (‘IPPs’) in the electricity sector was first developed after the Private Utility Regulatory Policies Act (‘PURPA’) in the United States in 1978, which encouraged the development of cogeneration plants by allowing them to sell power based on long-term contracts priced at the marginal cost of the regulated utilities. The project finance techniques developed for this purpose began to be used for power projects in developing countries such as Philippines and Chile in the 1980s, reached Europe with electricity privatization in the United Kingdom in the early 1990s, and then spread rapidly elsewhere in the world. In recent years project finance has also been widely used in the renewable power sector (e.g. wind- and solar-power generation)”. Conforme destaca Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002, p. 246), “esse marco regulatório representou um passo fundamental na estruturação dessa modalidade de financiamento baseada em ativos, ao estabelecer as obrigações contratuais de longo prazo e tornou-se bastante difundida nos EUA e na Inglaterra, cujas legislações são baseadas na cultura anglo-saxônica em que os contratos possuem maior importância legal”.

<sup>6</sup> A *Private Finance Initiative* constitui programa lançado pelo governo britânico, na década de 90 do século passado, com a intenção de atrair investimentos privados para o setor público e, ao mesmo tempo, de reduzir a necessidade do setor público de realizar empréstimos para financiar os custos de referidos investimentos (MORRISON; OWEN, 1996). Conforme Gabriela Figueiredo Dias (2004, p. 122) “basicamente, a PFI pode ser entendida como um modelo (hoje obrigatório no Reino Unido, em relação a projetos que ultrapassem determinado valor) de concessão aos privados de serviço e infraestrutura públicas, por parte do governo e da administração pública local, assumindo os privados a responsabilidade pela concepção/design, construção, financiamento e exploração/gestão de uma infraestrutura ou de um serviço. A tendência, neste domínio, vai no sentido da entrega total do projecto aos privados, desde a sua concepção, até à sua exploração, sob uma estreita vigilância desenvolvida pelo poder público e sendo normalmente estabelecidas severas penalidades e consequências para as situações de incumprimento ou cumprimento defeituoso dos objectivos estabelecidos. Pode dizer-se então que a PFI é também uma variante do modelo económico PPP (*Public Private Partnership* – entre nós Parcerias Público-Privadas)”. De acordo com Luiz Ferreira Xavier Borges (2005, p. 36), a *Private Finance Initiative* (PFI) corresponde “a nomenclatura oficial na Grã Bretanha, que inclui não só a PPP (sem auto-sustentação), como as parcerias autossustentáveis (*project finance*). [...] O conceito de PFI é mais abrangente e não é sinónimo de PPP”.

<sup>7</sup> Observe-se que “privatização” é aqui tratada em seu sentido amplo, isto é, não apenas a venda de ativos detidos pelo Estado a particulares, mas também descentralização e transferência de atividades

2007). De acordo com Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002), a partir desse momento, os setores de infraestrutura tiveram sua exploração concedida à iniciativa privada, sendo necessárias novas fontes de investimento.

Frise-se que o processo de desestatização da economia promovido na década de 90 teve papel fundamental para o surgimento do *project finance* no Brasil. Anteriormente, os investimentos em infraestrutura eram realizados diretamente pelo Estado brasileiro, não sendo necessário o fornecimento de garantias. Uma vez concedida tal atuação para o setor privado, exigências para o aporte de capitais passaram a ser realizadas pelos investidores, sendo necessário, então, que as empresas vencedoras das licitações encontrassem novas formas de financiamento (BORGES; FARIA, 2002; BONOMI, MALVESSI, 2004; ENEI, 2007).

Bonomi e Malvessi (2004, p. 64) explicam que

em virtude dos altos investimentos necessários após a privatização, as empresas vencedoras das licitações buscaram formas de financiamento que permitissem a mitigação de, ao menos, parte do risco do negócio. O *Project Finance* apresentou-se como a solução para a questão, uma vez que os credores repartiriam o risco do negócio com os devedores. Essa divisão de riscos tornou-se importante para as empresas privadas, pois, com a contratação de financiamentos por meio da estrutura de *Project Finance*, seus balanços patrimoniais não seriam onerados por esse endividamento, e cada participante teria a oportunidade de escolher a parcela do risco do empreendimento que lhe fosse mais afeita.

A partir de então, o *project finance* teve sua adoção disseminada em território nacional, sendo, atualmente, aplicado em diversos setores da economia, como o elétrico, petrolífero e de infraestrutura, tendo importante papel em projetos envolvendo os setores econômicos público e privado.

## 2.2 Conceito

---

antes financiadas pelo Estado para o setor privado, o que ocorre, por exemplo, através de concessões públicas (ENEI, 2007).

O *project finance*, também conhecido como *project-oriented finance* ou *project financing* corresponde a uma modalidade de financiamento de projetos voltado à análise do próprio empreendimento projetado, isto é, financiamento “em que o financiador está satisfeito em analisar, inicialmente, o fluxo de caixa<sup>8</sup> e a receita da unidade econômica financiada como fontes dos fundos utilizados para o pagamento de seu empréstimo, garantido pelos ativos do próprio projeto” (FABOZZI, NEVITT, 1995, p.1, tradução nossa)<sup>9</sup>.

Philip Wood (1995) entende o instituto enquanto espécie de financiamento em que as entidades financiadoras fornecem capital para a consolidação de um projeto específico, ao mesmo tempo em que assumem parcela do risco relativo ao sucesso – e conseqüentemente ao fracasso – potencial do projeto em questão<sup>10</sup>.

No mesmo sentido, colocam-se os ensinamentos de Finnerty (2007). Conforme indica o autor, *project finance* constitui a angariação de recursos, em que os patrocinadores, acionistas da sociedade gerenciadora do projeto, oferecem pouca ou nenhuma garantia, com a finalidade de financiar um projeto, enquanto os financiadores avaliam, principalmente, a capacidade financeira do próprio projeto como fonte para o pagamento dos empréstimos<sup>11</sup>.

Some-se a isso o entendimento de Yescombe (2014, p. 1), para quem o *project finance* constitui

um método de angariar financiamento para dívidas de longo prazo vinculadas a grandes projetos através de uma sistemática de “engenharia financeira”, com base em empréstimos concedidos em função do fluxo de caixa gerado pelo próprio projeto; o instituto depende de uma avaliação detalhada dos riscos de construção, operacionais e de geração de receitas do projeto em questão, e da sua repartição entre os investidores, financiadores, e outras partes através de acordos, que podem ou não ser contratuais (tradução nossa)<sup>12</sup>.

<sup>8</sup>A expressão “fluxo de caixa” pode ser compreendida através da explicação sintética de Licínio Lopes Martins e Filipa Oliveira (2014, p. 109): “por *cash flows* entende-se a quantidade de dinheiro que durante determinado período de tempo são pagos e recebidos”.

<sup>9</sup>No original: “a lender is satisfied to look initially to the cash flows and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the assets of the economic unit as collateral for the loan” (FABOZZI, NEVITT, 1995, p.1, tradução nossa).

<sup>10</sup>No original: “under project finance, banks provide finance for a single project and take a large part of the risk of the success or failure of that project” (WOOD, 1995, p. 3).

<sup>11</sup>No original “project financing may be defined as the raising of funds on a limited-recourse or nonrecourse basis to finance an economically separable capital investment project in which the providers of the funds look primarily to the cash flow from the project as the source of funds to service their loans and provide the return of and a return on their equity invested in the project” (FINNERTY, 2007, p. 1).

<sup>12</sup>No original: “Project finance is a method of raising long-term debt financing for major projects through ‘financial engineering,’ based on lending against the cash flow generated by the project alone;

Dentre os doutrinadores pátrios, Eduardo Salomão Neto (2014) define o *project finance* como espécie de mútuo com duas particularidades básicas. Primeiramente, os recursos concedidos pelos financiadores são destinados para um projeto individualizado e não para o patrocinador do projeto. Em adição, a devolução aos mutuantes dos valores emprestados ocorre através de recursos gerados única e exclusivamente pelo projeto. Em suma, entende o autor que o *project finance* é uma espécie de operação de empréstimo sindicalizado.

Luiz Ferreira Xavier Borges (1999a, p. 2), por sua vez, conceitua *project finance* como espécie de

engenharia ou colaboração financeira sustentada contratualmente pelo fluxo de 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.

Já José Virgílio Lopes Enei (2007) define *project finance* através de duas vertentes. A partir de análise econômica do tema, conceitua o instituto como “técnica de colaboração financeira” (ENEI, 2007, p. 38) em que o patrocinador, acionista da empresa gerenciadora do projeto, capta recursos destinados à viabilização de um projeto específico sem que seja necessário o comprometimento de seu patrimônio total e de seu balanço, podendo estes ser expostos em menor grau, enquanto o financiador compromete-se a fornecer recursos em operação de empréstimo vinculada à exploração do projeto financiado, sendo as principais fontes de pagamento tanto os ativos alocados ao projeto, quanto os recursos por ele gerados.

Já por um viés jurídico, o autor entende que o *project finance*

pode ser definido como uma rede de contratos coligados que, alocando riscos às diversas partes envolvidas, visa a permitir que o empresário-patrocinador, ou sociedade por ele constituída, capte recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores, de forma exclusiva ou preponderante, as receitas e bens do próprio empreendimento financiado (ENEI, 2007, p. 38-39).

---

it depends on a detailed evaluation of a project's construction, operating and revenue risks, and their allocation between investors, lenders, and other parties through contractual and other arrangements” (YESCOMBE, 2014, p. 1).



Finalmente, Egon Bockmann Moreira (2010, p. 2) ensina que o *project finance* compõe espécie de financiamento de projetos, em que o financiamento é concedido ao projeto em si, não ao patrocinador. Destaca o doutrinador que

há, portanto, a *despersonalização* da relação contratual, que é objetiva ao máximo e, em alguns pontos, chega a se tornar *desmaterializada*. O que está em jogo é o financiamento do projeto decorrente da união contratual entre os parceiros do negócio (não o patrimônio nele imobilizado nem as pessoas nele envolvidas).

Para que seja possível o financiamento a um projeto específico, possibilitando referida despersonalização da relação contratual, a doutrina aponta para a necessidade de que os patrocinadores se reúnam e constituam uma sociedade de propósito específico – SPE, da qual serão acionistas. Muito embora referida instituição seja tratada mais a frente neste trabalho, desde já impendem algumas observações.

Conforme destacam Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2014, p. 497), referida sociedade é “sociedade instrumental, criada exclusivamente para determinado escopo”. Desta feita, conforme destacam os autores, pode-se inferir que após sua constituição, não se faz possível a alteração de seu objeto social, considerando-se que é criada justamente para a realização daquele projeto específico.

Observe-se, nesta seara, que Yescombe (2014) chega inclusive a elencar a constituição de uma SPE pelos empreendedores como um dos princípios do *project finance*<sup>13</sup>.

Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002) frisam, ademais, que é justamente a existência da sociedade de propósito específico, enquanto entidade jurídica segregada, que distingue o *project finance* de outras modalidades de financiamento, especialmente o *corporate finance*.

Finnerty (2007) destaca que a existência da SPE, entidade jurídica distinta que representa o projeto em si, permite que os ativos, contratos e fluxo de caixa

---

<sup>13</sup> No original: “So the principles of project finance can be summarized as: [...]● Lenders rely on the future cash flow projected to be generated by the project to pay their interest and fees, and repay their debt. ● Therefore the project must be ‘ring-fenced’ (i.e. legally and economically self-contained). ● So the project is usually carried out through a special-purpose legal entity (usually a limited company) whose only business is the project (the ‘Project Company’).” (YESCOMBE, 2014,p. 7-8).

próprios do projeto financiado estejam segregados daqueles pertencentes aos seus acionistas. Deste modo, possibilita-se que os riscos inerentes ao investimento sejam alocados de modo mais eficiente, visando, justamente, a limitar a responsabilidade dos patrocinadores que, em caso de fracasso do projeto, não responderão com seu patrimônio, salvo os valores aportados para a SPE em caso de *project finance* na modalidade *limited recourse*<sup>14</sup>.

Em síntese, pode-se dizer que a SPE é o veículo responsável pela segregação dos ativos do projeto, tornando possível que seja o financiamento concedido direta e exclusivamente ao empreendimento financiado.

Ainda, é de se mencionar que, a partir do nível de garantia prestado e das obrigações assumidas pelos empreendedores, pode-se classificar o *project finance* em *nonrecourse*, isto é, aquele em que a responsabilidade dos acionistas limita-se aos recursos por si aportados, e *limited recourse*, espécie de *project finance* na qual os acionistas da SPE assumem certas obrigações face aos financiadores, além dos recursos integralizados na companhia gerenciadora do projeto.

Muito embora seja o *nonrecourse project finance* a forma verdadeiramente pura do instituto, sua verificação é raríssima na prática. Conforme elucida Enei (2007), a rede contratual que dá fulcro ao financiamento não é capaz, no mais das vezes, de mitigar todos os riscos inerentes ao projeto, sendo que raramente os financiadores os assumem integralmente. É nesta seara que acionistas prestam garantias, seja na forma de subscrição e integralização de capital na SPE, seja enquanto garantias válidas para o processo de construção ou casos fortuitos e de força maior.

Claudio Augusto Bonomi e Oscar Malvessi (2004, p. 64) definem o *nonrecourse project finance* como aquele em que é “o pagamento do financiamento baseado unicamente nos recursos gerados pelo empreendimento, ou seja, tendo como garantia unicamente o fluxo de recursos do empreendimento”. Já o *limited*

---

<sup>14</sup> Conforme explica Finnerty (2007, p. 2) “The critical distinguishing feature of a project financing is that the project is a distinct legal entity; project assets, project-related contracts, and project cash flow are segregated to a substantial degree from the sponsoring entity. The financing structure is designed to allocate financial returns and risks more efficiently than a conventional financing structure. In a project financing, the sponsors provide, at most, limited recourse to cash flows from their other assets that are not part of the project. Also, they typically pledge the project assets, but none of their other assets, to secure the project loans”.

*recourse* é o *project finance* em que certas garantias são prestadas pelos acionistas aos financiadores<sup>15</sup>.

Cabe mencionar, em adição, que as partes envolvidas na estruturação contratual do *project finance* são, basicamente, os patrocinadores do projeto, responsáveis por sua concepção e acionistas da SPE; financiadores (também chamados de financiadores externos<sup>16</sup>), normalmente instituições financeiras, de fomento e agências bilaterais/multilaterais, que fornecem os empréstimos tendo como fonte primária de pagamento a capacidade de geração de capital pelo projeto; empresas seguradoras, responsáveis pela absorção de parte dos riscos vinculados ao financiamento do projeto através de diversos instrumentos que visam a segurar referido financiamento; e os clientes finais do empreendimento projetado, responsáveis pela compra dos produtos ou serviços por ele gerados e, conseqüentemente, pela efetiva geração de capital do projeto financiado<sup>17</sup>.

Egon Bockmann Moreira (2010, p. 4)<sup>18</sup> sintetiza os participantes de operações de *project finance* em concessões públicas nas seguintes categorias:

a) poder concedente; b) SPE (concessionária); c) acionistas; d) compradores; e) financiadores; f) operadores; g) instituição financeira líder; h) fornecedores; i) construtores; j) seguradoras; k) conselho financeiro; l) engenheiro independente; m) agente fiduciário; e n) assessoria jurídica<sup>19</sup>.

Vinculados aos patrocinadores acionistas da SPE, há, ainda, o engenheiro independente e os empreiteiros responsáveis pela construção do empreendimento, assim como os fornecedores de materiais e matéria-prima e os operadores do projeto. Finalmente, em casos de concessões de serviço público ou parcerias público-privadas, há a atuação do poder público.

---

<sup>15</sup>Há, ainda, espécie do gênero financiamento classificada, sob a vertente em comento de *full recourse*. Nesta espécie, os empreendedores oferecem garantias quase que absolutas aos empréstimos concedidos. Por ser característica típica de *corporate finance*, afastando-se justamente do princípio do *project finance* em que o projeto e não o empreendedor é financiado, sendo a garantia oferecida pela receita a ser gerada pelo projeto, optou-se por não realizar análise extensa acerca do instituto, considerando-se que se afasta do objeto do presente estudo, não obstante alguns autores a mencionem (v.g. BONOMI; MALVESSI, 2014).

<sup>16</sup>Neste sentido, veja-se, exemplificativamente, Enei (2007).

<sup>17</sup>Nesse sentido, veja-se, exemplificativamente, Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002), Gabriela de Figueiredo Dias (2004), Egon Bockmann Moreira (2010) e Licínio Lopes Martins e Filipa Oliveira (2014).

<sup>18</sup>No mesmo sentido de Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002).

<sup>19</sup>A mesma síntese pode ser encontrada em artigo de Wagner Frederico Gomes de Araújo (2006).

As fontes de financiamento de um *project finance*, assim como as partes envolvidas, são múltiplas. Luis Ferreira Xavier Borges (1999a) destaca que, comumente, tem-se o capital integralizado pelos empreendedores sócios da SPE (*equity*), empréstimos de longo prazo concedidos pelos financiadores (*debt*) – sejam bancos comerciais ou agências multilaterais de investimento –, instrumentos híbridos, como as debêntures conversíveis, o arrendamento e as *covenants*, obrigações contratuais vinculadas a diversos aspectos do projeto, como à performance, compra, fornecimento, financiamento e risco político.

Em conclusão, tem-se que o instituto do *project finance* constitui espécie de financiamento voltado fundamentalmente ao projeto e não ao seu acionista. A principal receita para o pagamento dos valores nele investidos pelos financiadores é a própria capacidade detida pelo projeto para a geração de capital, de modo que os riscos do investimento são alocados de modo mais eficiente. Ademais, cada *project finance* é único ou – para usar a expressão de Bockmann Moreira (2010) – *taylor made*, pois exige profunda análise do projeto em que se investe, em suas minúcias e particularidades, de modo que não se faz possível a constituição de dois *project finances* idênticos.

Nota-se, ainda, que sua estrutura é extremamente complexa, demandando grande quantidade de tempo e altos valores monetários para sua implementação<sup>20</sup>. Assim, conforme destacado majoritariamente pela doutrina, o *project finance* deve ser concedido apenas a projetos de grande porte, em que os custos de sua estrutura não oneram de tal modo o projeto, assim como a projetos estruturalmente concisos, com elevada probabilidade de sucesso, considerando-se justamente que os recursos aportados pelos financiadores serão pagos a partir da geração de recursos pelo próprio projeto.

---

<sup>20</sup>Conforme destacado por autores como Cláudio Bonomi e Oscar Malvessi (2004), Licínio Lopes Martins e Felipa Oliva (2014) e Eduardo Salomão Neto (2014).

## 2.3 Características

O *project finance*, conforme brevemente relatado acima, possui algumas características básicas. De acordo com Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002), faz-se necessária (i) a constituição de uma sociedade de propósito específico – SPE, a qual proporciona que o projeto seja um investimento econômico separado do capital de seus acionistas, (ii) a exigência de grande aporte de capital ao projeto, (iii) segregação e alocação dos riscos inerentes ao projeto entre os financiadores, reduzindo a responsabilidade dos acionistas da SPE, (iv) alto nível de previsibilidade sobre o fluxo de caixa e taxa de retorno do projeto, e (v) existência de instrumentos que tornem possível que financiadores avoquem para si a execução e/ou operação do projeto desde que preenchidos certos requisitos.

Egon Bockmann Moreira (2010, p. 3), a seu turno, indica que o *project finance*

a) é próprio para projetos segregados, que valem por si sós (*ring-fenced project*), nos quais se instala uma Sociedade de Propósito Específico (SPE); b) há um conjunto de bancos (financiadores), liderados por um deles, que entre si celebram o *credit agreement*; c) normalmente se dá em projetos novos e nasce prévia ou simultaneamente a eles; d) exige investimento de elevado porte; e) tem alto índice de débitos em face do respectivo patrimônio líquido; f) não há garantias pessoais dos investidores (ou apenas garantias limitadas); g) os financiadores contam com o fluxo de caixa a ser gerado pelo projeto para o pagamento do débito (mais do que o valor dos ativos); h) o principal item relativo à segurança dos financiadores está nos contratos fechados pela SPE; i) o projeto tem existência finita e predeterminada; j) em caso de desvios existe a possibilidade de os financiadores avocarem a execução do projeto (*step-in-right*).

Quanto às características elencadas, alguns comentários são necessários.

Em primeiro lugar, a exigência da constituição da sociedade de propósito específico – SPE – com a finalidade de que seja o projeto segregado dos demais ativos de seus patrocinadores é elencada também por Yescombe (2014) como uma das características do *project finance*. É a SPE a responsável pela gerência do projeto, assim como dos recursos a ele aportados e por ele gerados. Deste modo, os

financiadores, ao investirem, confiam na capacidade financeira do projeto em gerar renda futura para o pagamento de seus investimentos.

Ainda quanto à segregação do projeto do patrimônio dos acionistas, Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2015, p. 506) ensinam que

a SPE desenvolverá de forma autônoma (mas não soberana) o projeto ele mesmo, responsabilizando-se pelos ativos, débitos (e respectivos pagamentos) e relacionando-se diretamente com todos os grupos de sujeitos que lhe dizem respeito (além dos usuários, reais e potenciais).

Tal segregação visa também à repartição de riscos entre os financiadores, reduzindo, conseqüentemente, a responsabilidade dos patrocinadores do projeto acionistas da SPE (ENEI, 2007). Deste modo, conforme elucida Eduardo Salomão Neto (2014), a SPE permite que os seus acionistas não se tornem obrigados pelos valores concedidos pelos financiadores, de modo que não há repercussão imediata em seu balanço financeiro, considerando-se que a garantia para o pagamento dos empréstimos é, justamente, o fluxo de caixa do projeto.

Em adição, impende observar que é a existência da sociedade de propósito específico que permite a despersonalização do projeto, de modo que os investimentos sejam direcionados diretamente a ele e não pela análise de crédito inerente aos seus patrocinadores.

Tal despersonalização traduz o princípio do “*ring fenced*”, o qual, por um lado, permite que os acionistas da SPE, patrocinadores do projeto, protejam-se de quaisquer efeitos negativos do desenvolvimento do projeto, de modo a limitar o risco por eles assumido ao montante aportado à companhia e, por outro, possibilita que o fluxo de caixa do projeto desenvolvido reste isolado das demais operações financeiras realizadas pelos acionistas da SPE (DIAS, 2004)<sup>21</sup>.

Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2015, p. 503) sintetizam os benefícios da utilização das sociedades de propósito específico em operações de *project finance*:

---

<sup>21</sup>No mesmo sentido coloca-se o quanto afirmado por Licínio Lopes Martins e Filipa Oliveira (2014, p. 109): “esta separação jurídica e económica do projecto bem como a limitação de risco assumido pela SPE traduz o princípio de *ring fence* que é uma salvaguarda para o balanço das empresas que fazem parte dessa sociedade”, isto é, da SPE.

A estrutura de uma SPE é especialmente atrativa no *project finance*. Ao conjugar a tomada de recursos à propriedade dos ativos financiados, ela permite a instituição formal do ciclo vital do projeto concessionário, imputando-se a dívida aos seus próprios resultados. Além disso, essa separação patrimonial torna o projeto mais atrativo e confiável. Como a SPE conduzirá unicamente determinado projeto, o patrimônio que for nela aportado se destina exclusivamente a ele. Por outro lado, ela permite que se institua espécie de partilha de riscos entre aqueles que a instituíram e os investidores que nela aportam valores. Na medida em que o investidor aceita ser pago por meio dos resultados do projeto, assume o risco – ao lado daqueles que constituíram a SPE – derivado da consecução do projeto.

Em segundo lugar, é justamente a redução da responsabilidade atribuída aos acionistas da SPE que aumenta os riscos de crédito impostos aos financiadores, motivo pelo qual o *project finance* apresenta como uma de suas características a obrigatoriedade de mitigação dos riscos do projeto (ENEI, 2007).

Conforme destaca Yescombe (2014), os contratos celebrados pela SPE, assim como as licenças e demais direitos por ela detidos são efetivamente a maior garantia atribuída aos financiadores, tendo em vista que os ativos físicos da SPE têm valor muito menor do que aquele referente à dívida contraída. Em alguns casos, como nas hipóteses de obras de infraestrutura realizadas em decorrência de contrato de concessão pública, referidos ativos não podem nem mesmo ser vendidos para que sejam os empréstimos pagos (mesmo porque há casos em que a ampla maioria dos bens vinculados ao projeto são bens públicos, que constituem a base para a execução dos serviços públicos que gerarão a receita). Isso, aliado com a segregação do projeto do patrimônio de seus patrocinadores acionistas da SPE, faz com que, efetivamente, o *project finance* tenha elevado índice de débitos em face de seu patrimônio líquido.

Assim, a análise dos riscos e sua alocação entre as partes envolvidas no *project finance* torna-se fundamental (YESCOMBE, 2014). São justamente os contratos celebrados pela SPE para a execução do projeto um dos maiores instrumentos de mitigação dos riscos a ele inerentes, pois permitem que parcela dos riscos seja transferida aos terceiros contratados, não sendo necessário que os financiadores os assumam (ENEI, 2007).

Bonomi e Malvessi (2004) chegam a destacar, inclusive, como requisito para a viabilidade do *project finance* o profundo conhecimento dos riscos a ele inerentes, justamente para que possam ser mitigados pela via contratual.

O *project finance*, por promover a alocação mais eficiente dos riscos inerentes ao projeto, é indicado, ainda, para casos em que são eles tão elevados que seria impraticável – ou ao menos imprudente - que apenas uma parte os assumisse (FINNERTY, 2007). Finnerty (2007, p. 8) destaca que

o project finance permite a divisão dos riscos operacionais e financeiros dentre as várias partes interessadas de modo mais flexível do que um financiamento concedido com base no crédito do patrocinador (tradução nossa)<sup>22</sup>.

Em terceiro lugar, a adoção do *project finance* apenas para projetos de grande porte se justifica pelo fato de que referido modelo de financiamento absorve parte significativa dos resultados gerados pelo empreendimento, visto que sua constituição é dispendiosa, motivo pelo qual sua utilização não é adequada para projetos que requerem o aporte de pequenos valores (BONOMI; MALVESSI, 2004).

Sendo a adoção do *project finance* viável apenas para projetos que requerem aportes maciços de capital, Yescombe (2014) considera-os como investimentos de logo prazo, ligados a projetos com longos períodos de implementação e operações, para que, ao fim de sua existência – seja porque terminados os contratos, seja porque findadas as reservas naturais exploradas –, todo o aporte de capital realizado à SPE tenha sido completamente pago. Observa o doutrinador, bem como Bockmann Moreira (2010), que tal existência é finita e predeterminada.

O projeto, assim como a SPE que o gerencia, existe tão somente durante o desenvolvimento do empreendimento, o qual envolve tanto seu período de construção, quanto seu período de operação. Depois disso, o projeto deixa de existir, visto que concretizado, e a sociedade é encerrada.

Em quarto lugar, deve-se compreender que a capacidade financeira do projeto objeto do *project finance* deve ser sólida, tendo em vista que são os ativos por ele gerados os responsáveis pelo pagamento dos financiamentos (BORGES; FARIA, 2002; YESCOMBE, 2014). De acordo com o destacado por Finnerty (2007), é necessário que os possíveis financiadores estejam seguros de que o projeto,

---

<sup>22</sup> No original: “project financing permits the sharing of operating and financial risks among the various interested parties, and it does do in a more flexible manner than financing on the sponsors’ general credit” (FINNERTY, 2007, p. 8).



quando finalizado, terá capacidade de gerar recursos suficientes para suprir o pagamento dos valores emprestados pelos financiadores e integralizados na SPE por seus acionistas, pois apenas assim aceitarão destinar seus recursos ao projeto<sup>23</sup>.

Em quinto lugar, o *project finance* normalmente é aplicado a projetos novos (os chamados *greenfields*), muito embora tal não seja regra insuperável. Borges e Faria (2002) ensinam que em diversos casos pode o instituto ser aplicado a projetos já existentes e que se encontram em ampliação, denominados *brownfields*, como ocorre na área de petróleo e gás natural.

Em sexto lugar, tem-se a possibilidade de os financiadores assumirem o controle da execução do projeto. Tal se faz possível através dos *step-in rights*, isto é, direito, detido pelos financiadores, de ingresso na administração da SPE em hipóteses de fragilidade financeira da sociedade por descumprimento contratual, apresentando, também, alto risco de inadimplemento (MOREIRA, 2010)<sup>24</sup>. Sendo assim, o *step-in right* configura “garantia dos financiadores, a ser implementada pela instituição financeira líder, que assumirá por prazo certo o poder de controle, suprimirá os desvios e promoverá a instalação de novo dirigente na SPE” (MOREIRA, 2010, p. 7)<sup>25</sup>. Note-se que é necessário que este direito esteja previsto em cláusula contratual no instrumento celebrado entre o financiador e a SPE, conforme destaca Fabrizio de Oliveira Sasdelli (2014).

José Virgílio Lopes Enei (2007, p. 235) ensina que

---

<sup>23</sup> Conforme dito acima – tópico 2.2 -, os acionistas da SPE, patrocinadores do projeto, não oferecem garantias para o pagamento de referidos empréstimos (*nonrecourse project finance*), ou quando muito oferecem garantias limitadas (*limited recourse project finance*).

<sup>24</sup> Nas palavras de Jeffrey Delmon (2001, p. 231), *step-in rights* constituem “o direito de um terceiro assumir a posição contratual de uma das partes do contrato quando a parte falhar no cumprimento das obrigações contratualmente previstas e a outra parte tem o direito de extinguir o contrato” (tradução nossa). No original: “the right to a third party do ‘step-in’ to the place of one contractual party where that party fails in its obligations under de contract and the other party to the contract has the right to terminate the contract” (DELMON, 2001, p. 231).

<sup>25</sup> Maria José Vañó Vañó (2002), por sua vez, entende os *step-in rights* como verdadeiros acordos diretos celebrados entre financiadores e a sociedade patrocinadora do projeto que permitem que seja a SPE substituída pelas entidades financeiras ou por terceiro por elas indicadas na administração do projeto em caso de inadimplementos contratuais, a fim de que seja o projeto finalizado. Não obstante, entende-se, como a maioria da doutrina, que os *step-in rights* permitem que seja a administração da SPE assumida pelas entidades financiadoras ou por terceiros por elas indicados e não propriamente a substituição da SPE na gestão do desenvolvimento do projeto. A autora diz: “son acuerdos em lós que las entidades financieras o financiadoras se aseguran o reservan el derecho a subrogarse em la posición de la sociedad vehículo o a designar um tercero que la sustituya em caso de incumplimientos contractuales com el fin de garantizar el buen fin del proyecto hasta la entrega total del mismo” (VAÑÓ, 2002, p. 204).

no contexto do financiamento de projetos, a cláusula de *step-in* tem por objetivo permitir que, durante o inadimplemento da sociedade incumbida de explorar o empreendimento perante o financiador, este possa assumir o controle direto da sociedade, exercendo pessoalmente o exercício do direito de voto na assembleia geral da companhia em substituição ao acionista patrocinador.

Pode-se dizer, portanto, que o objetivo principal dos *step-in rights* é justamente o saneamento da sociedade de propósito específico inadimplente, com vistas a proteger o crédito devido pelos financiadores (ENEI, 2007).

Tal direito é previsto em cláusula específica nos contratos de financiamento celebrados entre a SPE e os financiadores e pode ou não ser por eles exercidos. Neil Morrison e Naomi Owen (1996) destacam o caráter de facultatividade do exercício do *step-in right*, o qual deve ser exercido apenas se os financiadores do projeto reputarem-no necessário a partir da análise da situação em que se encontra o projeto.

O *step-in* configura direito potestativo, pois os financiadores, por meio de sua declaração de vontade, cuja finalidade é o ingresso na administração da SPE, a assumem, não tendo a sociedade a obrigação de prestar qualquer contraprestação, não podendo nem mesmo se opor ao exercício desse direito pelos financiadores (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015).

É evidente que tal intervenção configura situação excepcional e que não se pretende permitir que os financiadores assumam o controle da SPE até o fim dos contratos, mas tão somente que a administrem – ou indiquem quem o faça – pelo período de tempo necessário para o seu saneamento (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015).

No caso específico das Parcerias Público Privadas, Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2015, p. 519-520) afirmam que

para o exercício desse mecanismo de controle da estabilidade financeira e de gestão do projeto concessionário, é de todo indicado que: (i) haja a comprovação de que as finanças da SPE estão precárias, segundo critérios objetivos e usualmente aceitos (de preferência, predefinidos nos contratos de financiamento – e de ciência do poder concedente); (ii) haja a previsão expressa, no contrato de PPP, de como e sob quais condições ele pode ser implementado, bem como o respectivo protocolo e fases; (iii) a estabilidade na execução das obras e/ou serviços previstos no estatuto da PPP.

Os autores observam que estes critérios a serem prestigiados não têm por função a limitação do mecanismo de controle externo detido pelos financiadores, mas tão somente a intenção de condicionar o momento em que pode o direito ser exercido (MORREIRA; GUIMARÃES, 2015).

Nesta seara, observe-se que a Lei das PPPs (Lei 11.079/2004) inovou o direito positivo pátrio ao trazer expresso em seu art. 5º, §2º, I<sup>26</sup>, previsão legal permitindo a titularização e o consequente exercício dos *step-in rights* pelos financiadores.

Em recente alteração legislativa, o mesmo foi permitido nas hipóteses de contratos de concessão pública. O art. 27-A da Lei 8.987/1995 traz previsão expressa acerca do poder titularizado pelos financiadores e garantidores da empresa concessionária – a SPE – de assumirem por tempo determinado o controle ou administração da sociedade, tendo por objetivo sua reestruturação financeira, a fim de que seja possível a continuidade da prestação dos serviços<sup>27-28</sup>. Face ao

---

<sup>26</sup> Determina o dispositivo: “Art. 5º As cláusulas dos contratos de parceria público-privada atenderão ao disposto no art. 23 da Lei no 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, no que couber, devendo também prever: [...] § 2º Os contratos poderão prever adicionalmente: I - os requisitos e condições em que o parceiro público autorizará a transferência do controle ou a administração temporária da sociedade de propósito específico aos seus financiadores e garantidores com quem não mantenha vínculo societário direto, com o objetivo de promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços, não se aplicando para este efeito o previsto no inciso I do parágrafo único do art. 27 da Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995; (Redação dada pela Lei nº 13.097, de 2015)”.

<sup>27</sup> Determina o art. 27-A da Lei 8987/95: “Art. 27-A. Nas condições estabelecidas no contrato de concessão, o poder concedente autorizará a assunção do controle ou da administração temporária da concessionária por seus financiadores e garantidores com quem não mantenha vínculo societário direto, para promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 1º Na hipótese prevista no caput, o poder concedente exigirá dos financiadores e dos garantidores que atendam às exigências de regularidade jurídica e fiscal, podendo alterar ou dispensar os demais requisitos previstos no inciso I do parágrafo único do art. 27. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 2º A assunção do controle ou da administração temporária autorizadas na forma do caput deste artigo não alterará as obrigações da concessionária e de seus controladores para com terceiros, poder concedente e usuários dos serviços públicos. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 3º Configura-se o controle da concessionária, para os fins dispostos no caput deste artigo, a propriedade resolúvel de ações ou quotas por seus financiadores e garantidores que atendam os requisitos do art. 116 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 4º Configura-se a administração temporária da concessionária por seus financiadores e garantidores quando, sem a transferência da propriedade de ações ou quotas, forem outorgados os seguintes poderes: (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) I - indicar os membros do Conselho de Administração, a serem eleitos em Assembleia Geral pelos acionistas, nas sociedades regidas pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976; ou administradores, a serem eleitos pelos quotistas, nas demais sociedades; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) II - indicar os membros do Conselho Fiscal, a serem eleitos pelos acionistas ou quotistas controladores em Assembleia Geral; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) III - exercer poder de veto sobre qualquer proposta submetida à votação dos acionistas ou quotistas da concessionária, que representem, ou possam representar, prejuízos aos fins previstos no caput deste artigo; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) IV - outros poderes necessários ao alcance dos fins

exposto, pode-se concluir que o *project finance* possui, efetivamente, diversas características próprias que o afastam do financiamento tradicional concedido a empresas, conhecido por *corporate finance*. Enquanto no *project finance* o projeto encontra-se segregado em uma entidade legal distinta – a sociedade de propósito específico -, sendo seus ativos, contratos e fluxo de caixa separados do patrimônio dos patrocinadores, no *corporate finance* os financiadores emprestam valores para os empreendedores, com vistas ao total do seu ativo e não apenas do ativo do projeto financiado. No primeiro, os ativos do projeto o garantem e, quando muito, os acionistas da SPE oferecem garantias limitadas aos financiamentos. Já no *corporate finance* todo o patrimônio do empreendedor garante o crédito dos financiadores. Ainda, os riscos são alocados de modo mais eficiente no *project finance*, pois distribuídos entre seus diversos participantes, sendo que no *corporate finance* tendem a ser absorvidos pela empresa patrocinadora do projeto (FINNERTY, 2007).

---

previstos no caput deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 5º A administração temporária autorizada na forma deste artigo não acarretará responsabilidade aos financiadores e garantidores em relação à tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015) § 6º O Poder Concedente disciplinará sobre o prazo da administração temporária. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)”.

<sup>28</sup>Note-se que, exceção feita aos casos de concessões públicas e parcerias-público privadas, cuja existência de previsão e possibilidade de exercício dos *step-in rights* encontra-se tutelada pela lei, há discussão na doutrina pátria acerca da legalidade de referido direito no que tange a projetos desenvolvidos na esfera privada. Nas palavras de Sasdelli (2014, p. 368): “na combinação de uma garantia real ou fiduciária sobre ações da SPE com uma cláusula de *step-in rights*, por esta última prever assunção de controle pelo financiador, haveria configuração de pacto comissório, que é vedado pelo direito brasileiro. Deste modo, a assunção de controle apenas seria permitida caso fosse exercida com o único escopo de preservar e preparar o empreendimento para excussão de garantia, ou seja, para a venda judicial ou extrajudicial”. A mesma ressalva é feita por José Virgílio Lopes Enei (2007), o qual indica justamente que, devido à vedação do pacto comissório pelo direito positivo pátrio, solução para a interpretação da cláusula de *step-in* seria a de exercício com a finalidade de preservação do projeto e preparação da venda das ações da SPE, o que seria permitido pelos art. 1433, I e IV, e 1434 do Código Civil. O autor ainda sugere que em conjunto com a cláusula de *step-in rights* houvesse previsão que concedesse aos financiadores o usufruto de ações penhoradas da SPE quando da verificação do inadimplemento da sociedade face ao financiador. Não obstante, ainda assim o exercício do controle da SPE seria possível apenas para a sua manutenção, objetivando a venda de referidas ações. Não obstante, a questão acerca da proibição ou não do pacto comissório pelo ordenamento pátrio é controvertida, não sendo de simples análise. Por fugir do escopo deste trabalho, não será o tema melhor desenvolvido, registrando-se sua existência. É de se observar que o tema demanda, efetivamente, estudos mais aprofundados, especialmente no que tange a operações de *project finance*. Finalmente, destaca-se o quanto alertado por Eduardo Salomão (2014), segundo o qual é vedada a assunção do controle de sociedade financiada por seus financiadores, nos termos da Lei nº 4594/64 (art. 34, IV) e Lei nº 7492/86 (art. 17).

## 2.4 Formas de financiamento

As principais formas de financiamento identificadas em operações de *project finance* podem ser traduzidas em (i) capital de risco, também chamado de capital próprio dos acionistas ou *equity*, (ii) recursos de terceiros, denominado pela doutrina estrangeira de *debt* e (iii) recursos híbridos ou instrumentos financeiros híbridos, os *quasi equity* ou *mezzanine finance*.

O *equity* respeita o capital próprio investido na sociedade de propósito específico pelos acionistas patrocinadores do projeto. John Finnerty (2007) e Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002) destacam que este aporte de capitais é, comumente, o responsável pelo início da operação de *project finance*.

O capital próprio dos acionistas (*equity*) é definido por Gary Bond e Laurence Carter (1994, p. 8) como

investimento de longo prazo provido na forma de ações, o que significa participação societária na companhia gerenciadora do projeto. Os detentores de *equity* recebem dividendos e ganhos (ou perdas) de capital, baseados nos lucros líquidos. Eles assumem riscos (dividendos não são pagos se a companhia tem prejuízo), mas em troca dividem os lucros (tradução nossa)<sup>29</sup>.

Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002) ensinam que, no *project finance*, podem existir duas espécies de *equity*: o direto, em que os investidores têm participação na administração e/ou operação do projeto, e o passivo, também chamado de portfólio, em que os investidores apenas aportam recursos à SPE, delegando a administração da companhia para profissionais especializados ou até mesmo outros acionistas.

Este primeiro aporte de recursos pelos acionistas “tem como contrapartida o direito sobre a participação acionária da empresa e, conseqüentemente, nos seus lucros” (BORGES; FARIA, 2002).

---

<sup>29</sup> No original: “**Equity** Long term capital provided in the form of shares, signifying part ownership of the company. Equity holders receive dividendes and capital gains (or losses), based on net profits. Equity holders take risks (dividendes are not paid if the company makes losses), but in return share in profits” (BOND; CARTER, 1994, p. 8)

Conforme elucida Gabriela Figueredo Dias (2004), tal investimento possui certa relevância, vez que implica a responsabilização dos acionistas da SPE, os quais administrarão a sociedade e o desenvolvimento do projeto de modo mais cauteloso considerando-se que também são seus investidores. Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana de Sá e Faria (2002), ademais, ensinam que, não obstante aportem valores, os acionistas da SPE e patrocinadores do projeto objetivam limitar ao máximo sua responsabilidade no desenvolvimento do projeto, repassando os riscos do investimento para outras partes.

Os sujeitos do *project finance* responsáveis pelo aporte de capitais próprios na SPE – seus acionistas – são

aqueles que normalmente se beneficiam com a operação do projeto, como os compradores dos produtos ou usuários dos serviços gerados pelo projeto, os proprietários de quaisquer reservas de recursos naturais que o projeto utiliza, os fornecedores de serviços e produtos essenciais para o projeto<sup>30</sup> (FINNERTY, 2007, p. 210, tradução nossa).

O EPEC (Centro Europeu Especializado em PPP – *European PPP Expertise Centre*), por sua vez, indica que o aporte de valores à SPE na forma de integralização de capitais, é normalmente realizado pelos patrocinadores do projeto, podendo, ainda, envolver seus empreiteiros, responsáveis pela construção e operação do projeto, assim como as próprias instituições financeiras<sup>31</sup>.

Já os recursos de terceiros, denominados de *debit*, constituem os financiamentos adquiridos pela SPE sem que, para tanto, participação societária no projeto ou na companhia fossem atribuídos aos financiadores (BORGES; FARIA 2002, ARAÚJO, 2006).

Estes financiadores podem ser bancos comerciais, bancos estatais, agências de fomento, agências de crédito à exportação, bancos internacionais, agências multilaterais ou bilaterais, como o FMI (Fundo Monetário Internacional), o BIRD (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, subdivisão do Banco Mundial), o BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), o IFC

---

<sup>30</sup> No original: “The equity investors in a project typically are those parties who will directly benefit from the operation of the project: the purchasers of the project’s output, the owners of any natural resource reserves the project will utilize, and the suppliers of essential products and services to the project” (FINNERTY, 2007, p. 210).

<sup>31</sup> Disponível em <<http://www.eib.org/epec/g2g/annex/1-project-finance/index.htm>>. Acesso em: 15 set. 2015.

(International Finance Corporation) e o BEI (Banco Europeu de Investimento), fundos de investimento e fundos de pensão, os quais realizam aportes de capitais ao projeto (ARAÚJO, 2006; BORGES, 1999a; BORGES; FARIA, 2002; DIAS, 2004; ENEI, 2014).

Os investimentos a partir de recursos de terceiros podem, ainda, ocorrer através de operações de mútuo, *leasing*, além de créditos concedidos por empreiteiros e fornecedores contratados pela SPE, assim como por compradores do produto final do projeto (BORGES; FARIA, 2002).

No Brasil, um dos principais financiadores de operações de *project finance* é o BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento. Há, ainda, a possibilidade de angariar financiamentos em bancos regionais de desenvolvimento, como o Banco do Nordeste (ENEI, 2014).

Em relação aos financiamentos realizados pelos bancos comerciais, Gary Bond e Laurence Carter (1994) ensinam que os financiamentos implicam o empréstimo de valores à SPE, sendo a operação segurada pelos ativos do projeto. Para que sejam concedidos os empréstimos, os agentes de referidas instituições bancárias analisam o fluxo de caixa projetado do projeto, a fim de analisar sua capacidade de pagar o financiamento, a quantia de aporte de capitais realizada pelos acionistas da SPE, buscando observar seu comprometimento com o empreendimento, e os recursos cabíveis a referidos acionistas em casos de problemas específicos, como aumento de custos.

Nesta seara, Finnerty (2007) indica que vários aspectos são analisados em sede do mercado internacional de investimentos a longo prazo, dentre os quais se identificam, no que tange ao projeto, sua rentabilidade, alavancagem – isto é, capacidade de o projeto cumprir com suas obrigações a partir de investimentos suficientes de seus patrocinadores que o tornam digno de investimento -, avaliação dos financiadores acerca dos riscos, capacidade de financiamento da SPE, taxa de juros dos empréstimos e liquidez dos títulos de dívida do projeto, além da inflação, grau de competição por financiamento com outros projetos e atitude dos demais potenciais financiadores frente à investimentos em projetos similares.

Note-se, portanto, que são analisadas as mais variadas vertentes antes de os financiadores efetivamente investirem seu capital no projeto.

Comumente, os valores aportados por terceiros ao projeto constituem créditos preferenciais quando de seu pagamento, tendo estes financiadores prioridade para o recebimento dos valores. Impende observar que tais operações caracterizam-se como investimentos de longo prazo, os quais podem ou não apresentar taxas de juros fixas (FINNERTY, 2007).

Por fim, os recursos híbridos consistem, nas palavras de Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002, p. 264), em “uma modalidade de financiamento que frequentemente tem a forma de recursos de terceiros, mas com algumas características de recursos próprios” dos acionistas. São, em síntese, o que Gabriela Figueiredo Dias (2004) chama de obrigações convertíveis em ações. Exemplificativamente, são ações preferenciais ou empréstimos subordinados (DELMON, 2011).

Gary Bond e Laurence Carter (1994, p. 8), por sua vez, ensinam que os recursos híbridos são:

financiamentos não segurados que são prioritários face aos recursos próprios dos acionistas, mas subordinados aos recursos de terceiros. Estes recursos contêm um cronograma para pagamento tanto dos juros, quanto do principal, mas podem também permitir participação no potencial de valorização típico da posição dos acionistas patrocinadores do projeto (tradução nossa)<sup>32</sup>.

Efetivamente, em termos de pagamento, os instrumentos financeiros híbridos são subordinados aos recursos de terceiros, mas têm preferência face aos recursos próprios dos acionistas. Por outro lado, justamente por implicarem maiores riscos, tendo em vista que um mau desempenho da operação do projeto pode afetar seu pagamento, sua taxa de retorno normalmente é mais elevada do que aquela observada em investimentos por recursos de terceiros. É nesse sentido que se colocam as informações do Centro Europeu Especializado em PPP – *European PPP Expertise Centre*<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> No original (BOND; CARTER, 1994, p. 8): “Subordinated debt (also known as quasi-equity or mezzanine finance). Unsecured finance that is senior to equity capital, but junior to senior debt. Subordinated debt contains a schedule for payment of interest and principal, but may also allow participation in the upside potential of an equity position”.

<sup>33</sup> Disponíveis em <<http://www.eib.org/epec/g2g/annex/1-project-finance/index.htm>>. Acesso em: 15 set. 2015.



Conforme indica Yescombe (2014), esta espécie de financiamento pode ser promovida tanto pelos acionistas da SPE, patrocinadores do projeto, quanto por terceiros, comumente financiadores outros que não instituições bancárias. No primeiro caso, o autor ensina que o aporte de capitais é realizado pelos acionistas como parte dos investimentos que devem ser por ele realizados, sendo tratados da mesma forma que os investimentos de capital próprio dos acionistas. Já os terceiros que normalmente fornecem recursos híbridos são seguradoras ou fundos especializados, fazendo-o quando recursos de terceiros não cobrem a quantia total de financiamento que o projeto requer ou em forma de *equity* tanto para melhorar o retorno recebido pelos acionistas, quanto para que o preço aplicado aos bens ou serviços produzidos pelo projeto sejam mais competitivos.

### 3 ASPECTOS JURÍDICOS DO *PROJECT FINANCE* NO BRASIL

O *project finance*, conforme amplamente analisado no capítulo anterior, constitui espécie de engenharia financeira com foco no projeto financiado. Isso significa que são os financiamentos concedidos à sociedade patrocinadora do projeto com base na análise de fluxo de caixa e capital a ser gerado uma vez que esteja o projeto em operação.

Muito embora o instrumento seja fundamentalmente econômico, diversas questões jurídicas são a ele inerentes. Caso não sejam bem compreendidas, é possível que o *project finance* não seja bem desenvolvido e, posteriormente, seus participantes sofram prejuízos.

Bonomi e Malvessi (2004) destacam que referidas questões jurídicas – naturais de toda espécie de financiamento estruturado – têm surgimento com a concepção do projeto, perdurando por toda a fase de negociação de seus contratos. Ousar-se-ia dizer, porém, que muitas das questões jurídicas existem mesmo após as celebrações contratuais, perdurando até o reembolso completo do financiamento do projeto.

O sistema jurídico brasileiro não apresenta regulamentação específica de operações de *project finance*. Os elementos jurídicos a ele inerentes encontram-se distribuídos em diversas leis, especialmente as civilistas e empresariais. A título de exemplo, observa-se que os elementos societários são tratados pelo Código Civil e, a depender da estrutura societária adotada, por leis próprias, como a Lei 6404/76 (Lei de S.A.). Já as garantias são tratadas pelo Código Civil, mas caso envolvam seguros – e elas normalmente envolvem – é de se observar a disciplina do Decreto-Lei 73/66. O projeto pode, ainda, ser desenvolvido no âmbito de concessões públicas ou parcerias público-privadas, de modo que a disciplina das Leis 8987/95 (Lei de Concessões Comuns) e 11.079/04 (Lei de PPPs), respectivamente, torna-se importante. Há, ainda, a disciplina legal aplicável a toda a rede contratual observada, assim como aos instrumentos de controle externo dos financiadores, como as chamadas *golden shares*,

Veja-se, portanto, que mesmo do ponto de vista jurídico o *project finance* coloca-se como estrutura extremamente complexa.

O presente capítulo objetiva a análise de questões jurídicas específicas observadas na estruturação do *project finance*. Inicialmente, são traçados comentários acerca da essencialidade da sociedade de propósito específico em operações desta espécie (3.1). A seguir, cuida-se da figura da *golden share* e sua relação com os financiadores do projeto (3.2). Depois, analisa-se a estrutura contratual do *project finance* (3.3), concluindo-se o capítulo pela análise da alocação de riscos e instrumentos de garantia existentes nesta espécie de financiamento (3.4).

### 3.1 A essencialidade da Sociedade de Propósito Específico

O *project finance*, como visto no capítulo anterior, constitui espécie de financiamento em que o pagamento dos valores aportados ao projeto é garantido, primordialmente, por seu fluxo de caixa projetado, isto é, os financiadores, antes de conceder à empresa gestora quaisquer empréstimos, analisam se a capacidade financeira do projeto é efetivamente consistente e capaz de adimplir todas as obrigações decorrentes de seus empréstimos. Consequentemente, tem-se que o foco do financiamento é o projeto e sua capacidade financeira, não a empresa que o gerencia e sua capacidade de endividamento. Há, portanto, uma despersonalização do financiamento.

É, em suma, instituto que permite que os patrocinadores de um projeto angariem recursos para o seu financiamento sem que onerem seu balanço patrimonial ou sua capacidade de crédito. Para tanto, faz-se necessária a constituição de pessoa jurídica diversa, a fim de que sejam os ativos do projeto desenvolvidos separadamente dos de suas empresas patrocinadoras.

A segregação do empreendimento em questão é possibilitada através da constituição, pelos acionistas, de uma sociedade de propósito específico – SPE -, que será, principalmente, a responsável pela administração do projeto financiado.

Neil Morrison e Naomi Owen (1996, p. 21, tradução nossa) definem a sociedade de propósito específico como uma “companhia constituída

especificamente para o desenvolvimento do projeto em tela, não sendo autorizada a assumir quaisquer outros projetos ou responsabilidades”<sup>34</sup>.

Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães, a seu turno, (2015, p. 497-498) conceituam a SPE como “sociedade instrumental, criada exclusivamente para determinado escopo”, complementando ao afirmar que “a SPE é modalidade societária que se destina basicamente à segregação de parcela do patrimônio e riscos daqueles que a integram, conferindo autonomia a determinado negócio”. A própria sociedade é titular de interesses e finalidades, os quais são diversos daqueles de seus acionistas.

Observe-se que, assim como as *joint ventures*, a SPE constitui espécie de cooperação econômica desenvolvida por pessoas jurídicas independentes, com fulcro à realização de projeto comum (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015). Considerando-se que as *joint ventures* podem ou não possuir personalidade jurídica (*corporative* ou *non-corporative*), tem-se que as sociedades de propósito específico constituem *corporative joint ventures*, vez que devem, necessariamente, constituir ente jurídico personalizado.

No mesmo sentido, coloca-se o entendimento de Gabriela Figueiredo Dias (2004), para quem a SPE é sociedade ou *joint venture* constituída pelos patrocinadores do projeto para a sua constituição e administração, sendo que, por possuir objetivo específico, apresenta duração limitada, extinguindo-se tão logo sejam os financiamentos do projeto amortizados e reembolsados<sup>35</sup>.

Rodrigo Pironti Aguirre de Castro e Rafael Porto Lovato (2014) consignam, ainda, que o instituto da sociedade de propósito específico, cujo objetivo traduz-se na constituição de pessoa jurídica destinada ao gerenciamento e operação de determinado projeto, foi desenvolvido pelo direito alienígena a partir do conceito de *corporate joint ventures*.

Os patrocinadores do projeto serão os sócios da SPE (FIGHT, 2006), responsáveis por sua administração. Nesta seara, Maria José Vañó Vañó (2002, p.

---

<sup>34</sup> No original: “The SPV will, as the description suggests, be a company incorporated specifically for the project in hand and will not be allowed to take any other projects or significant liabilities” (MORRISON; OWEN, 1996, p. 21).

<sup>35</sup> A duração limitada da vida da SPE pela vida do projeto mencionada pela autora é também referenciada por Antonio Jesús Sánchez Rodríguez (2014, p. 197). O autor ensina que “[...] la SPE titular de dicho proyecto también tendrá una vida similar al proyecto, puesto que se encuentra superditada al desarrollo del mismo y se define por este, mientras que una sociedad mercantil tradicional no cuenta con esta limitación temporal de su existencia”.

148, tradução nossa) ensina que “a sociedade de propósito específico administradora do projeto será, portanto, titular de ativos e terá personalidade jurídica e patrimônio independente de seus sócios”<sup>36</sup>.

Pelo já exposto, pode-se concluir que, após a criação da sociedade, não se configura possível a alteração de seu objeto social, porque não se permite que a sociedade se envolva em “outros negócios ou empreendimentos alheios ao projecto subjacente à sua constituição, isto é, não pode afastar-se dos objectivos inicialmente delineados, sob pena de ameaçar ou subverter toda a análise de risco” (DIAS, 2004, p. 135) inerente à operação de *project finance*.

De acordo com Yescombe (2014, p. 40, tradução nossa), essa sociedade gerenciadora do projeto encontra-se “no centro das relações contratuais e financeiras da operação de *project finance*”<sup>37</sup>, sendo a SPE constituída especificamente para gerenciar o desenvolvimento de projeto específico, de modo que seu envolvimento com outros empreendimentos resta vedado.

No direito pátrio, a possibilidade de criação de sociedades de propósito específico encontra respaldo legal no art. 981 do Código Civil<sup>38</sup>, o qual faculta que os contratos de sociedade restrinjam seus objetivos à realização de negócio determinado (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015).

Nesta seara, impende destacar que a SPE não constitui tipo societário. A estrutura societária da empresa deve ser alguma daquelas previstas pela legislação pátria, assumindo muitas vezes a forma de sociedades anônimas ou sociedades limitadas (CASTRO; LOVATO, 2014; RODRÍGUEZ, 2014). Conforme destacam Bockmann Moreira e Guimarães (2015), a configuração de uma empresa em SPE significa tão somente que seu objeto social possui limitações determinadas, havendo, entretanto, liberdade de escolha de sua estrutura societária.

No mesmo sentido colocam-se os ensinamentos de María José Vañó Vañó (2002, p. 148), para quem pode a SPE administradora do projeto assumir qualquer estrutura societária em função dos objetivos perseguidos pelos patrocinadores do

---

<sup>36</sup> No original: “La sociedad vehículo del proyecto será por tanto titular de los activos y tendrá personalidad jurídica y patrimonio independiente de sus socios” (VAÑÓ, 2002, p. 148).

<sup>37</sup> No original: “The Project Company lies at the center of all the contractual and financial relationships in project finance” (YESCOMBE, 2014, p. 40).

<sup>38</sup> Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados.

projeto. A autora, porém, entende que até mesmo “estruturas personalíssimas” poderiam ser escolhidas.

Já Bockmann Moreira e Guimarães (2015) entendem que, no direito brasileiro, especialmente quando a operação de *project finance* concerne projetos de parcerias público-privadas e concessões públicas, não poderiam ser aplicadas as estruturas das sociedades em comum, em conta de participação, em nome coletivo e de cooperativa, pois enquanto as duas primeiras não possuem personalidade jurídica, a cooperativa não possui escopo lucrativo e as sociedades em nome coletivo podem apenas ser formadas por pessoas físicas, sendo, pois, incompatíveis com o modelo de financiamento.

Quanto ao capital social da SPE, Gabriela Figueiredo Dias (2004) destaca que ele não apresenta, no *project finance*, tamanha relevância quanto no *corporate finance*, podendo a sociedade apresentar até mesmo capital simbólico quando recursos de terceiros somarem o montante necessário para o desenvolvimento e operação do projeto. Efetivamente, isto ocorre devido ao fato de que a amortização de tais pagamentos ocorre através de valores gerados pela operação do próprio projeto e não pelos ativos de sua sociedade patrocinadora, de acordo com o anteriormente explicado.

Conforme tratado no ponto 2.3 deste trabalho, a constituição de uma sociedade de propósito específico para o gerenciamento do projeto constitui uma das características no *project finance* (BORGES; FARIA, 2002; MOREIRA, 2010; YESCOMBE, 2014).

Bonomi e Malvessi (2004), ao apontarem a constituição da SPE para gerenciamento do projeto como característica relevante do *project finance*, indicam que a configuração societária em questão tem como benefício a delimitação precisa do objeto do empreendimento em que se investe, isolando, assim, o risco e o retorno das demais atividades exercidas pelos patrocinadores e possibilitando o compartilhamento mais preciso dos riscos do investimento, atribuindo maior clareza à operação face a todos os seus participantes.

Essa segregação entre ativos do projeto e patrimônio de seus patrocinadores através da constituição da SPE gera, como consequência, tanto o desmembramento dos riscos a ele inerentes daqueles relacionados a outros investimentos realizados pelo patrocinador, quanto a possibilidade de concessão de

financiamentos sem que, para tanto, haja o endividamento dos patrocinadores<sup>39</sup>. Além disso, permite o monitoramento mais aguçado da execução do projeto (CASTRO; LOVATO, 2014).

Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2015) destacam que a sociedade de propósito específico é, efetivamente, atrativa às operações de *project finance*, pois, ao segregar o projeto da esfera genérica de investimento de seus patrocinadores, promove maior confiabilidade ao projeto, podendo-se ter a certeza de que os recursos que a ela forem aportados serão destinados especificamente àquele projeto. Consideram também, na mesma linha doutrinária dos autores supracitados, que a SPE permite a distribuição dos riscos, pois, a partir do momento que o financiador aceita que seu investimento seja reembolsado através dos resultados do projeto, assume parcela dos riscos a ele inerentes, juntamente com os acionistas da sociedade em questão.

A síntese do ora explicado é encontrada em Bockmann Moreira e Strobel Guimarães (2015), segundo os quais a constituição da SPE é essencial ao desenvolvimento do *project finance*, pois é a responsável tanto pelo isolamento do projeto de outros empreendimentos desenvolvidos por seus patrocinadores, quanto pela administração do fluxo de caixa do projeto. A SPE desenvolve, portanto, autonomamente o projeto, “responsabilizando-se pelos ativos, débitos (e respectivos pagamentos) e relacionando-se diretamente com todos os grupos de sujeitos que lhe dizem respeito (além dos usuários, reais e potenciais)” (MOREIRA, GUIMARÃES, 2015, p. 506). Em conclusão, é o instituto da sociedade de propósito específico – SPE -, que autoriza que possa a operação de financiamento adotar a espécie de *project finance*, pois além de conceder autonomia ao projeto, a fim de que possa ser considerado isoladamente, ainda promove maior clareza quanto aos investimentos realizados pelos financiadores e melhor alocação dos riscos decorrentes da constituição e operação do projeto.

---

<sup>39</sup> Tal segregação é necessária para que o projeto seja considerado isoladamente. Na doutrina estrangeira, tais projetos são chamados de *ring fenced projects* (neste sentido, veja-se, por exemplo, DIAS, 2004; MOREIRA, 2010, VAÑÓ, 2002), ou seja, aqueles que permitem a limitação dos riscos assumidos pelos patrocinadores do projeto, assim como o isolamento do projeto do patrimônio dos acionistas da SPE.

### 3.2 *Golden shares* e financiadores

Muito embora o poder de controle da SPE administradora do projeto seja exercido por seus acionistas, existem algumas formas de controle externo exercidas pelos financiadores do *project finance*.

Uma destas formas traduz-se no *step-in right*, anteriormente mencionado neste trabalho. O instituto figura como uma das principais características de operações de *project finance*, ao permitir que financiadores possam ingressar na administração da SPE, em casos em que a sociedade apresente fragilidade financeira por descumprimento contratual associado a risco de inadimplemento. Nada mais é, portanto, do que garantia detida pelos financiadores (MOREIRA, 2010).

Outra garantia atribuída aos financiadores do *project finance* – e que merece especial destaque – é a ação de classe especial, também chamada de *golden share*.

Tal ação é conceituada por Egon Bockmann Moreira (2010, p. 5) como a “reserva de parcela do poder de controle de determinada sociedade anônima, atribuída ao sócio minoritário com a finalidade de intervir em determinadas decisões-chave a ser implementadas pela companhia”. Note-se que a existência de ações desta classe condiciona o exercício do poder de controle, em aspectos específicos, à anuência – expressa ou tácita – dos acionistas minoritários (MOREIRA, 2010).

A ação de classe especial encontra respaldo legal em sede dos art. 17, §7º, e 18 da Lei 6404/74<sup>40</sup>, os quais indicam seus efeitos e os direitos e deveres dela decorrentes.

Os direitos atribuídos às ações de classe especial – tratadas pelo diploma legal como “ações preferenciais” – concernem a possibilidade de elegerem administradores da sociedade e/ou de exercitarem o veto em deliberações societárias que versarem acerca de hipóteses pré-determinadas.

---

<sup>40</sup> Art. 17. [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.



Em geral, a previsão destes direitos, assim como de seus titulares – e os representantes destes -, a forma de seu exercício e quais os atos que exigem a manifestação destes acionistas especiais são previstos em cláusula do estatuto social. Podem, ainda, tais disposições serem acertadas através de acordos de acionistas, muito embora estes demandem muito mais esforço dos participantes (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015).

Especialmente em casos de *project finance*, Enei (2007) ensina que a *golden share* constitui uma única ação de classe preferencial detida pelos financiadores. Deste modo, representariam parcela quase insignificante do capital social, não dando azo à alteração da posição de seu titular de financiador para acionista.

Além da atribuição ao titular da *golden share* dos direitos supramencionados, Enei (2007) entende, ainda, que em hipóteses pré-determinadas, como o inadimplemento da SPE perante os financiadores, seria possível que tais ações lhes conferissem a possibilidade de eleição da maioria dos gestores da companhia. Nesse sentido, Delmon (2011) e Yescombe (2014) mencionam a faculdade de os acionistas da empresa e patrocinadores do projeto atribuírem aos financiadores a ação de classe especial para que indiquem diretores em casos de inadimplemento.

Tais ações podem, de acordo com Dulce Corrêa Monteiro Filha e Marcial Pequeno Saboya de Castro (2000, p. 117), até mesmo possibilitar que os financiadores assumam “o controle do negócio se o projeto não der certo”.

Acerca da titularidade das *golden shares*, deve-se lembrar, porém, de que o direito brasileiro veda que as instituições bancárias sejam controladoras da SPE administradora de projeto por elas financiado, de modo que não podem exercer o efetivo controle do negócio<sup>41</sup>. Egon Bockmann Moreira (2010) destaca, porém, que tal vedação não impede que instituições bancárias sejam acionistas minoritárias da SPE por força da propriedade de tal ação.

No que tange à proibição do exercício de controle societário por instituições financeiras, Eduardo Salomão Neto (2014) consigna que a atribuição de *golden*

---

<sup>41</sup> Neste sentido, ensina Eduardo Salomão Neto (2014, p. 385), segundo o qual “para instituições financeiras brasileiras, há a proibição de emprestarem recursos a sociedades controladas, cuja violação gera responsabilidade administrativa nos termos do art. 34, inciso IV, da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, e criminal nos termos do art. 17 da Lei nº 7492, de 16 de junho de 1986. Tal proibição pode eventualmente se aplicar também a instituições financeiras operando do exterior, nos termos da lei a que se sujeitem, na medida em que a vedação obedece a uma clara lógica administrativa”.

*shares* a essas instituições, concedendo-lhes o direito de veto em deliberações acerca de certos temas, gera a titularidade de direitos de sócios pelos financiadores. Porém, embora esses direitos sejam necessários para o exercício do controle de uma sociedade, não são isoladamente suficientes, pois o art. 116 da Lei 6404/76<sup>42</sup> determina que deve o acionista controlador também possuir, permanentemente, a maioria dos votos em assembleia geral e o poder de eleição da maioria dos administradores da sociedade. Deste modo, a emissão destas ações em favor de financiadores não resta impossibilitada, vez que não necessariamente torna-os controladores da sociedade.

Note-se que quanto ao direito de eleger membros da administração, Eduardo Salomão Neto (2014, p. 387) pondera que o seu exercício seria tão somente de vetar a eleição de determinado candidato: “em nosso entender, a possibilidade de eleger membros inclui a possibilidade de o estatuto formular o direito dos minoritários como de simples veto em relação a membros eleitos”.

O autor (2014), ademais, considera que este direito pode ser atribuído aos financiadores também quando a SPE possuir estrutura societária de sociedade limitada, sendo previsto em seu contrato social.

Ainda, em casos específicos de parcerias público-privadas, a transferências das ações de classe especial deve ser analisada caso a caso, pois, a depender de seus efeitos, pode vir a exigir prévia autorização do poder concedente (MOREIRA; GUIMARÃES, 2015)<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Determina o dispositivo legal: Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

<sup>43</sup> No que respeita a existência de *golden shares* em operações de *project finance* no âmbito de concessões públicas e parcerias público-privadas, é importante observar, em adição, que o Poder Público também sofre restrições à sua titularidade, pois legalmente vedado o exercício pelo poder concedente do controle da SPE, conforme determina o art. 9º, §4º, da Lei 11.079/2004, o qual determina: “art. 9º Antes da celebração do contrato, deverá ser constituída sociedade de propósito específico, incumbida de implantar e gerir o objeto da parceria. §1º A transferência do controle da sociedade de propósito específico estará condicionada à autorização expressa da Administração Pública, nos termos do edital e do contrato, observado o disposto no parágrafo único do art. 27 da Lei no 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. §2º A sociedade de propósito específico poderá assumir a forma de companhia aberta, com valores mobiliários admitidos a negociação no mercado. §3º A sociedade de propósito específico deverá obedecer a padrões de governança corporativa e adotar contabilidade e demonstrações financeiras padronizadas, conforme regulamento. §4º Fica vedado à

A *golden share*, portanto, configura verdadeira forma de garantia aos financiadores, atribuída através de ações societárias da SPE.

### 3.3 A estrutura contratual do *Project Finance*

A estrutura contratual é o cerne do *project finance*, sendo celebrada uma pluralidade imprescindível de contratos, com os mais distintos partícipes e momentos de atuação no interregno em que sua operação se desenvolve. Esses contratos possuem as mais diversas naturezas e têm por escopo a cooperação de cada um dos agentes envolvidos na operação, a fim de que sejam os riscos inerentes ao projeto compartilhados.

A importância de ditas contratações para o *project finance* é resumida por P. R. Wood (1995, p. 13) ao pontificar que “*in project finance, contract is king*”, ou seja, o contrato é “rei”. Egon Bockmann Moreira (2010, p. 3) destaca, justamente, que “a construção harmoniosa do conjunto de contratos é a peça mais importante” no *project finance*, pois é a responsável pelo seu bom funcionamento.

No mesmo sentido, Finnerty (2007, p. 14, tradução nossa) ensina que o “regime de *project finance* implica, invariavelmente, em intensas relações contratuais entre múltiplas partes”<sup>44</sup>. Segundo o autor, para que esta espécie de financiamento seja adotada é preciso que o projeto que se pretende financiar permita a celebração e execução dos contratos necessários com custos razoáveis.

Note-se, porém, que todos estes instrumentos contratuais, independentemente de seu objeto, têm por escopo final a realização do empreendimento – desde a captação de recursos, até a geração de valores para que sejam os empréstimos reembolsados. Neste ponto, faz-se necessário compreender que “o financiamento de projetos não encerra mero somatório de

---

Administração Pública ser titular da maioria do capital votante das sociedades de que trata este Capítulo” (MOREIRA, GUIMARÃES, 2015). Moreira e Guimarães (2015) destacam que referida disposição legal objetiva impedir a criação de sociedades de propósito específico com características próprias de sociedades de economia mista, pois pode o Poder Público participar do polo privado de PPPs, desde que não detenham a maioria do capital social votante da SPE, isto é, seu controle.

<sup>44</sup> No original: “Project financing arrangements invariably involve strong contractual relationships among multiple parties” (FINNERTY, 2007, p. 14).

contratos independentes, completos em si mesmos” (ENEI, 2007, p. 301), isto é, mero emaranhado de contratações independentes entre si. Sua análise demonstra, pelo contrário, que existe uma verdadeira coligação contratual entre eles<sup>45</sup>.

Rodrigo Xavier Leonardo (2013), em revisão à teoria das redes contratuais anteriormente por si desenvolvida<sup>46</sup>, entende que a coligação contratual constitui gênero que engloba situações em que dois ou mais contratos encontram-se vinculados por aquilo que chama de causa sistemática. Em suma, cada um dos instrumentos contratuais apresentaria causa própria para sua celebração, em conjunto com uma causa sistemática, “própria ao conjunto (sistema) de contratos” (LEONARDO, 2013, p. 8).

Conforme ensina Leonardo (2013, p. 8), nestas situações de coligação contratual, as diferentes relações contratuais vinculadas promovem uma

eficácia *paracontratual*, ou seja, alguma eficácia ao lado daquela que se desenvolve internamente ao contrato. Esta eficácia paracontratual, por sua vez, se justifica pelo reconhecimento duma operação econômica unificada que se sobrepõe àquela decorrente de cada um dos contratos que se encontram coligados.

Para Leonardo (2013), o gênero contratos coligados, seria dividido em três espécies: a) contratos coligados em sentido estrito, cuja fonte da coligação contratual é a lei; b) contratos coligados por cláusula expressamente prevista pelas partes e c) contratos conexos.

---

<sup>45</sup> Não há pleno consenso na doutrina civilista acerca da denominação utilizada. Rodrigo Xavier Leonardo (2013) utiliza a expressão “contratos conexos”, conforme será a seguir explicado. Há autores, porém, que utilizam as expressões “contratos coligados” e “grupos de contratos”. A análise detalhada do tema, especificamente dos fundamentos de ditas divergências, fugiria ao escopo do presente trabalho, pelo que se optou por sua breve menção nesta nota, assim como pela utilização do termo “contratos coligados”, face à sua preferência pelos autores do tema de *project finance*. Note-se, ademais, conforme abaixo explicado, que Leonardo entende os contratos conexos como espécie do gênero contratos coligados, de modo que a utilização da expressão não é imprópria.

<sup>46</sup> Anteriormente, Rodrigo Xavier Leonardo (2003, p. 137) entendia as denominadas redes contratuais como “a coordenação de contratos, diferenciados estruturalmente, porém, interligados por um articulado e estável nexos econômico, funcional e sistemático”, ensinando que, mesmo a partir de diferentes enfoques, a doutrina por ele analisada aproximava-se ao destacar as seguintes características das redes contratuais: “a) coexistência de dois ou mais contratos estruturalmente diferenciados, mantidas as respectivas causas objetivas desses contratos; b) existência de um nexos funcional entre os contratos diferenciados; c) existência de um nexos econômico entre esses contratos; d) relevância jurídica da ligação entre esses contratos, seja em razão da motivação (perspectiva subjetivista), seja em razão da correspectividade de prestações (perspectiva objetivista)” (LEONARDO, 2003, p. 132). Posteriormente, em revisão a sua tese, adotando crítica de MARINO, Rodrigo Xavier Leonardo (2013) tratou a coligação contratual como gênero, diferenciando suas diversas espécies, especialmente os contratos conexos em sentido estrito, voltados à prática empresarial e civilista, e as redes contratuais, verificadas exclusivamente no mercado de consumo.

Especificamente quanto aos contratos conexos, verifica-se que o nexo entre os contratos é pré-existente, não sendo sua eficácia paracontratual determinada por lei ou determinação das partes (LEONARDO, 2013). Aqui, é a própria

operação econômica supracontratual, movida por um propósito igualmente supracontratual, que justifica o reconhecimento de um especial nexo, com a atribuição de específicas consequências jurídicas (LEONARDO, 2013, p. 9).

Tais contratos conexos são, ainda, classificados pelo autor (2013), em a) redes contratuais, caracterizadas quando referida espécie de coligação contratual é verificada no mercado de consumo e b) contratos conexos em sentido estrito, comumente verificados na prática empresarial.

Seguindo o entendimento supramencionado, entende-se que em operações de *project finance*, verifica-se a coligação contratual da espécie contratos conexos em sentido estrito, pois apresentam o que Leonardo (2013, p. 10) identifica como “articulado e estável nexo econômico e causal”.

Nesta seara, José Virgílio Lopes Enei (2007, p. 284) explica que,

embora cada contrato preserve os seus elementos categoriais próprios e inderrogáveis (que o conduzam a determinado tipo contratual ou mesmo à categoria dos contratos em geral, na hipótese de contrato atípico), a causa final (função prático-social) passa a ser dada não por cada contrato individualmente considerado, mas pelo conjunto, surgindo daí portanto uma causa sistemática ou supracontratual.

É evidente que cada contrato ainda possuirá sua finalidade individual própria. A diferença é que os contratos coligados apresentam, também, um objetivo sistêmico alcançado pela realização do escopo dos múltiplos contratos celebrados pelas partes envolvidas.

Castro e Lovato (2014) ressaltam dois elementos fundamentais dos contratos coligados, quais sejam, a pluralidade de contratos, cujas partes não obrigatoriamente são as mesmas, e o vínculo de dependência, a qual pode ser unilateral – quando um contrato decorre de outro – ou recíproco. Há, também, multiplicidade de sujeitos, objetos e manifestações.

É com base nessa teoria e tendo em vista que os contratos da operação de *project finance* buscam um objetivo funcional, econômico e sistemático comum – a realização do projeto –, que se afirma a verificação de coligação contratual.

Essa conclusão foi evidenciada por Castro e Lovato (2014, p. 127):

Pela customização própria dessa modalidade de estruturação financeira é possível indicar uma multiplicidade de instrumentos jurídicos firmados, tendo como finalidade comum a captação de recursos imprescindíveis ao desenvolvimento do empreendimento.

Gabriela Figueiredo Dias (2004, p. 141) também destaca esta característica nas contratações do *project finance*. Para a autora,

uma operação de *project finance* irá obrigatoriamente implicar a celebração de contratos de diversa natureza, tecendo uma complexa teia negocial que origina uma verdadeira *coligação de contratos* – uma série de contratos indispensáveis à montagem e à real eficiência da operação financeira, celebrados entre uma pluralidade de sujeitos, que, mantendo a sua individualidade jurídica, se acham ligados entre si por um certo nexu ou vínculo funcional ou substancial – o *projecto* – susceptível de influenciar sua disciplina jurídica.

Egon Bockmann Moreira (2010, p. 3-4) destaca, tendo em vista operações de *project finance* realizadas em projetos de concessões públicas, que os contratos não podem ser vistos como “satélites” da SPE gestora do projeto, mas como parte de um mesmo “sistema solar”, sendo que cada um deles existe individualmente. O “centro gravitacional”, nestes casos, é exercido pelo contrato de concessão, cuja importância é maior do que a dos demais contratos a ele vinculados.

Conforme elucidado por Diego Jacome Valois Tafur (2013), deve-se considerar o conjunto dos contratos estruturantes da operação do *project finance* para que se possa analisar sua capacidade de coordenação entre as diferentes partes e a alocação dos riscos do projeto. O autor destaca a importância de se compreender que “estes contratos guardam uma relação de atração de força direcionada a um objetivo comum e exógeno de cada contrato” (TAFUR, 2013, p. 224), de modo que sua interpretação deve ser realizada de modo conjunto, “como parte de uma grande operação econômica” (TAFUR, 2013, p. 225).

Quanto à sua função, Bonomi e Malvessi (2004) sustentam que os contratos celebrados para a instrumentalização do *project finance* têm por escopo tanto a

formalização das negociações entre as partes envolvidas na operação, com a discriminação de seus direitos e deveres, assim como das parcerias entre elas constituídas, como também possibilitam a mitigação dos diversos riscos inerentes ao projeto.

Note-se que é a estrutura contratual do *project finance* a responsável pela alocação eficiente dos riscos entre as partes envolvidas (DIAS, 2004), de modo a mitigá-los. Conforme Luis Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002), esta alocação de riscos permite que garantias aplicadas a financiamentos comuns sejam substituídas por instrumentos como as garantias de construção e de performance. É evidente, porém, que a celebração de contratos com vistas a melhor alocar os riscos inerentes ao projeto não é capaz de excluí-los completamente, sendo necessária a utilização de outros instrumentos mitigadores (conforme será mais bem analisado no título 3.4 deste trabalho).

No que tange às espécies contratuais comumente verificadas em operações de *project finance*, Dulce Corrêa Monteiro Filha e Marcial Pequeno Saboya de Castro (2000) entendem os principais instrumentos serem contratos do projeto, de financiamento e de garantia.

Já José Virgílio Lopes Enei (2007) classifica-os em seis categorias: a) contratos societários, em que se encontram o instrumento de constituição da SPE e correlatos, b) contratos financeiros, utilizados para que os financiadores aportem capitais ao projeto, c) contratos de garantia, os quais são acessórios dos anteriores e têm como fulcro segurar dos empréstimos – ou de parcela deles, d) contratos pré-operacionais, em que se incluem os contratos de empreitada, fornecimento de equipamentos e materiais e seguros de construção, necessários para que o projeto seja implementado, e) contratos operacionais, cujo prazo corresponde, no mínimo, ao período de amortização de financiamento e cujo objeto visa a atender às exigências dos contratos de financiamento e de garantia, e f) contratos administrativos, como os de concessão pública e de parceria público-privada, os quais são verificados tão somente nas hipóteses em que o projeto desenvolvido destina-se à exploração de bens públicos ou de atividade regulada pelo Estado.

Gabriela Figueiredo Dias (2004), a seu turno, entende que a estruturação contratual do *project finance* é primordialmente composta por contratos de concessão, na hipótese de as obras realizadas envolverem bens públicos ou

atividades inicialmente de responsabilidade estatal; contrato de construção ou de desenvolvimento; contratos de operação e manutenção; contratos de gestão e comercialização (*offtake agreements*); e contratos de fornecimento de matérias-primas.

Eduardo Salomão Neto (2014) destaca a existência dos *credit agreements* ou assemelhados e contratos operacionais, dentre os quais há contrato de construção, contrato de operação e de fornecimento, contrato de compra e venda/fornecimento relativo à produção do projeto e contrato de locação, celebrado entre a SPE gestora do projeto e a empresa concessionária vencedora da licitação para que os bens/serviços por ela produzidos possam ser vendidos. Este último contrato é necessário em casos de concessão pública, em que a SPE é constituída para que seja o financiamento possível após a empresa concessionária ter ganhado a licitação.

Bonomi e Malvessi (2004) falam em contratos de empréstimo (*loan agreements*), responsáveis pela instrumentalização do financiamento concedido pelos financiadores ao projeto; contrato de caução de ações, cujo objeto é a regulação da caução das ações da SPE em favor dos credores; contrato de retenção de ações, em que se proíbe a alienação de ações da SPE por seus acionistas originais; contrato de suporte financeiro dos patrocinadores, responsáveis pela disciplina das hipóteses em que os sócios da SPE devem realizar aportes de capital à sociedade, normalmente relacionado aos contratos de empréstimo, concessão ou a custos excedentes do orçamento; contrato de cessão de direitos de concessão; contrato de cessão de direitos relacionados a seguros e contrato de penhor de contas bancárias.

Philip Wood (1995) menciona a existência de contratos de construção e de fornecimento de equipamentos; contratos de fornecimento de suprimentos; contratos *take or pay*, em que os patrocinadores do projeto, sócios da SPE, celebram com a sociedade um contrato de compra e venda do produto ou utilização da estrutura final do projeto, sendo o valor pago pela expectativa de recebimento desses bens ou serviços; e contratos de compra futura, celebrado entre o consórcio de bancos financiadores e a SPE, sendo o valor do produto pago em adiantamento à empresa, antes de os bens/produtos serem entregues.



Egon Bockmann Moreira (2010, p. 4), por sua vez, baseando-se nos ensinamentos dos autores supracitados<sup>47</sup>, assim como H. L. Beenhakker, sintetiza os principais contratos celebrados para a execução de um *project finance* nos instrumentos de:

a) concessão de serviço público de longo prazo<sup>48</sup>; b) constituição da SPE; c) acordo de acionistas; d) fornecimento de crédito por parte dos financiadores (bancos comerciais, de fomento e agências multilaterais de crédito); e) *credit agreement* entre os financiadores; f) construção (empreitada); g) fornecimento de equipamentos; h) suprimento; i) compra do bem ou serviço a ser gerado pelo projeto; j) gestão do projeto; k) caução dos recebíveis; l) securitários.

Conclui-se, portanto, que a estrutura contratual do *project finance* é efetivamente complexa. Os autores, embora não apresentem, necessariamente, como instrumentos fundamentais ao instituto as mesmas espécies de contrato, não chegam a apresentar divergências significativas, apenas apresentando diferentes enfoques às contratações analisadas, como bem demonstra a síntese suprarreferida de Egon Bockmann Moreira.

Finalmente, é necessário que se compreenda que cada *project finance* é único, apresentando estrutura contratual individualizada. Muito embora alguns contratos sejam imprescindíveis – como o de constituição da SPE, fornecimento de crédito, *credit agreement*, fornecimento de equipamentos, suprimento e compra do bem ou serviço a ser gerado pelo projeto -, outros não o são. A sociedade gestora do projeto pode possuir capacidade para a sua construção, não sendo necessária a contratação de terceiro, ou o projeto pode não decorrer de uma concessão do poder público. Impende observar, também, que os contratos de seguro e de caução de recebíveis podem assumir diversas formas, apresentando objetos distintos, e mesmo o contrato de compra e venda do bem ou serviço gerado pelo projeto pode apresentar estrutura variável, de modo que não se faz possível a descrição de todos os contratos componentes da estruturação de *project finance*, sendo sua menção realizada em termos gerais e em rol não taxativo.

---

<sup>47</sup> José Virgílio Lopes Enei, Gabriela Figueiredo Dias, Eduardo Salomão Neto, Cláudio Bonomi e Oscar Malvessi e Phillip Wood.

<sup>48</sup> Note-se que, na oportunidade, o autor discorria especificamente acerca de operações de *project finance* no âmbito de projetos que envolviam concessões públicas. É evidente que, na hipótese de não ser este o caso, tal contrato não estará presente na estrutura contratual do *project finance*.

### 3.4 Garantias, alocação e mitigação de riscos

Uma das principais peculiaridades do *project finance* é a forma como os riscos inerentes ao projeto são alocados entre todos os seus participantes. Diferentemente do *corporate finance*, em que os riscos são absorvidos, quase que em sua integralidade, pelos patrocinadores do projeto, no *project finance* há a distribuição destes riscos, normalmente realizada por meio de instrumentos contratuais.

Há, porém, certos riscos que nenhum participante da operação deseja assumir. Nestes casos, são constituídos instrumentos de garantia, isto é, “mecanismos de engenharia jurídico-financeira que permitem a diluição” dos riscos (DIAS, 2004, p. 151). Desde já, faz-se necessário saber que as garantias oferecidas no *project finance* tendem a assumir formato contratual, sendo as garantias pessoais e reais – comumente presentes no *corporate finance* – menos usuais.

Em operações de *project finance* as garantias são tão importantes que, conforme destaca Fabrizio de Oliveira Sasdelli (2014, p. 365),

uma das maiores preocupações ao se estruturar o *Project Finance* é criar um arcabouço contratual capaz de outorgar, em favor dos financiadores de tal projeto, garantias válidas e exequíveis sobre as receitas do projeto e, principalmente, com preferência a qualquer credor da sociedade responsável pelo projeto.

Para que a mitigação de riscos e as garantias oferecidas no *project finance* possam ser compreendidas, porém, faz-se, inicialmente, necessário que se conheçam os riscos comumente presentes nesta espécie de financiamento. Bonomi e Malvessi (2004) frisam a importância de as partes conhecerem e dimensionarem os riscos de um projeto, pois é apenas assim que instrumentos de mitigação eficazes poderão ser adotados.

Os autores (2004) se utilizam de classificação de riscos que os divide em sistêmicos ou conjunturais – aqueles submetidos ao projeto pelos sistemas econômico, social ou político – e próprios – aqueles intrínsecos ao projeto.

Yescombe (2014), por sua vez, divide-os em riscos comerciais, macroeconômicos e políticos e regulatórios. Segundo o autor, os riscos comerciais são “aqueles inerentes ao próprio projeto ou ao mercado em que ele opera”, enquanto os macroeconômicos são “relacionados com efeitos econômicos externos não relacionados diretamente ao projeto, como inflação, taxas de juro e taxas de câmbio” (YESCOMBE, 2014, p. 197, tradução nossa<sup>49</sup>). Finalmente os riscos políticos e regulatórios dizem respeito à atuação do governo, mudanças legislativas ou o que Yescombe chama de “força maior política”, compreendida por eventos como guerras.

No mesmo sentido, colocam-se os ensinamentos de Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002), os quais sintetizam os riscos de um *project finance* em comerciais, financeiros, país ou soberano, caso fortuito ou força maior, setorial e legal. Os riscos comerciais relacionam-se com fatores como conclusão do projeto, eleição de tecnologia adequada, precisa avaliação econômico-financeira do projeto, operação e obediência às exigências regulatórias.

Os riscos financeiros são aqueles decorrentes da “exposição aos efeitos de possíveis desequilíbrios no fluxo de caixa do projeto decorrentes da descontinuidade em relação às projeções quanto à inflação, taxas de juros e de câmbio” (BORGES; FARIA, 2002, p. 253). Já os riscos do país ou soberanos concernem questões político-partidárias, de moeda ou câmbio, regulatórias e legais, enquanto os riscos de caso fortuito ou força maior respeitam a eventos não previsíveis que podem prejudicar ou impedir a operação do projeto, como catástrofes naturais e revoluções ou guerras.

Os riscos setoriais relacionam-se às variáveis do setor de atuação do projeto no mercado, como o grau de competição e as normas regulatórias. Finalmente, os riscos legais são aqueles inerentes à regularidade das partes, das técnicas de estruturação, securitização, segregação do projeto e do conteúdo de suas cláusulas contratuais (BORGES; FARIA, 2002).

Em suma, pode-se dizer que os riscos mais comuns verificados em operações de *project finance* são riscos a) de construção, b) de fornecimento, c) de

---

<sup>49</sup> No original: “**Commercial Risks** (also known as project risks) are those inherent in the project itself, or the market in which it operates [...]. **Macro-Economic Risks** (also known as financial risks) relate to external economic effects not directly related to the project (*i.e.* inflation, interest rates, and currency-exchange rates) (YESCOMBE, 2014, p. 197, grifos do autor).”

operação ou exploração, d) financeiros<sup>50</sup>, e) de mercado ou econômico (de demanda e de preço), f) tecnológicos, g) de caso fortuito e força maior, h) legais e políticos (também chamados de país ou soberanos), i) de integração contratual, j) ambientais, k) residual de crédito, l) subjetivos, m) de gestão do projeto e n) de permissão estatal, como a concessão de licenças necessárias (BORGES; FARIA, 2002; DIAS, 2004; ENEI, 2007; FINNERTY, 2007; RODRÍGUEZ, 2014, VAÑÓ, 2002; WOOD, 1995).

Visando a mitigação destes riscos, especialmente daqueles que nenhuma parte deseja assumir por serem muito elevados, a SPE e seus acionistas podem oferecer determinadas garantias aos financiadores do projeto, a fim de torná-lo mais atrativo.

Fabrizio de Oliveira Sasdelli (2014, p. 366) destaca três propósitos principais assumidos pelas garantias em operações de *project finance*:

(A) dar aos credores, com total preferência a terceiros, acesso a todas as receitas relacionadas ao projeto; (B) permitir que os financiadores assumam o projeto e o transfiram a terceiros, na hipótese de inadimplemento do financiamento; e (C) não permitir que terceiros, estranhos ao financiamento do projeto, venham a compartilhar ou restringir o acesso dos financiadores às receitas do projeto.

Tais garantias podem ser tradicionais, isto é, reais ou pessoais, ou contratuais. Conforme ensina Gabriela Figueiredo Dias (2004), as garantias reais e pessoais são aplicadas a operações de *project finance*, possuindo, porém, menor relevância. Esta conclusão é possível ao se compreender que, no *project finance*, o financiamento deve ser pago pelos ativos gerados pelo projeto, não pelo crédito de seu patrocinador, sendo o foco da análise dos financiadores o grau de risco oferecido pelo projeto a ser financiado.

Nessa seara, Eduardo Salomão Neto (2014) afirma que a intenção do credor não é a obtenção de garantias para que, a partir de sua execução, seja seu crédito pago, mas para que possa influenciar para que o projeto seja concluído e executado,

---

<sup>50</sup> Frise-se que alguns autores, como Gabriela Figueiredo Dias (2004) e María José Vañó Vañó (2002), tratam o risco cambial em conjunto com o risco financeiro, enquanto outros, como Finnerty (2007) e Enei (2007) os tratam de modo separado. Outros, ainda, como Wood (1995) e Rodríguez (2014), não mencionam a existência do risco financeiro, apenas do risco cambial. Neste trabalho, optou-se por tratar dos riscos cambiais em conjunto com os demais riscos financeiros, como taxas de juros.

considerando-se que os ativos da SPE possuem menor valor do que os financiamentos concedidos.

Devido à própria estrutura do *project finance*, raramente verifica-se a existência de garantias pessoais como o aval e a fiança. Não obstante, Fabrizio de Oliveira Sasdelli (2014) destaca a existência de duas espécies de fiança verificadas nestas operações: a fiança dos patrocinadores e a fiança bancária. Enquanto a primeira apresenta “escopo ou valor limitado, cobrindo tão somente determinados riscos, cuja assunção não foi aceita pelo financiador do projeto” (SASDELLI, 2014, p. 375), a segunda respeita “obrigação acessória assumida por um banco, quando se responsabiliza total ou parcialmente pelo cumprimento da obrigação de seu cliente devedor, caso este não a cumpra ou não possa cumpri-la” (SASDELLI, 2014, p. 375). O autor (2014) destaca que a fiança bancária em operações de *project finance* objetiva possibilitar a concessão de financiamentos à SPE por outras instituições financeiras, abarcando obrigações específicas e tendo, em média, duração de até um ano.

Já as garantias reais, quando presentes, assumem, comumente, a forma da hipoteca do imóvel da SPE em que o projeto é desenvolvido, penhor do direito de crédito da SPE face aos compradores do produto por ela gerado, penhor das diversas espécies de contas bancárias mantidas pela SPE, caução de ações ou quotas de imissão da sociedade titular do projeto e penhor industrial e mercantil de ativos da SPE (SALOMÃO, 2014; SASDELLI, 2014).

Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria (2002) mencionam que, embora grande parte das garantias pessoais e reais não seja efetiva em termos de retorno do capital investido, tendo em vista que os ativos da SPE são constituídos pelo próprio projeto e seu fluxo de caixa, são úteis na mitigação dos riscos em uma eventual falência, pois garantem posição privilegiada no quadro de credores.

O penhor dos direitos de crédito da SPE elencado por Eduardo Salomão Neto é destacado também por Borges e Faria (2002). Segundo os autores, um dos meios de implementá-lo é através de contas de um agente fiduciário (*trustee*). Em outro trabalho desenvolvido, Borges (1999b, p. 18) afirma que o agente fiduciário deve “recolher os créditos do devedor e efetuar o pagamento (*collection e escrow account*)” conforme determinações prévias à sua atuação.

Aplicam-se, ademais, as garantias contratuais em operações de *project finance*. Estas podem assumir a forma de *covenants*, definidos por Luiz Ferreira Xavier Borges (1999b, p. 13) como

[...] um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*).

Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida.

Os *covenants* positivos são obrigações vinculadas à adoção de determinadas práticas de gestão indispensáveis para uma eficiente administração da SPE, enquanto os negativos respeitam certas limitações à atividade de gestão desenvolvida pelos administradores da SPE (BORGES, 1999b) <sup>51</sup>.

José Virgílio Lopes Enei (2007) destaca que *covenants* são sempre estabelecidas em benefício do financiador do projeto, com a finalidade de diminuir seus riscos. Essas obrigações têm capacidade de “assegurar ao financiador externo um autêntico poder de controle sobre a atividade empresarial da sociedade financiada” (ENEI, 2007, p. 226-227), sendo, deste modo, garantias mais eficientes do que as garantias tradicionais (BORGES, 1999b; ENEI, 2007).

Note-se que o desrespeito às cláusulas contratuais de *covenants* pode implicar o vencimento antecipado das demais obrigações contratuais. Constituem, em verdade, limites à atuação da SPE e, conseqüentemente, de seus sócios, patrocinadores do projeto, constituindo assim, espécie de garantia aos financiadores, vez que objetivam a garantia da estabilidade das condições apresentadas pela SPE quando da concessão do empréstimo.

Além dos *covenants*, os riscos do projeto podem ser mitigados através de promessas de pagamento unilaterais dos acionistas da SPE patrocinadora do projeto de, verificados determinados riscos não aceitos pelos financiadores, indenizá-los, seja pagando diretamente os débitos de principal ou de juros não adimplidos dentro do prazo, devido à materialização do risco, seja transferido para a

---

<sup>51</sup> Borges (1999b) ensina, ainda, que os *covenants* assumem a forma de obrigações de fazer ou de não fazer que comumente visam à atender três principais preocupações: limitação do grau de endividamento da empresa, limitação ou impedimento para contrair novas obrigações e manutenção de capital de giro mínimo.

SPE os valores para tanto (SALOMÃO, 2014). Eduardo Salomão Neto (2014, p, 372-373) destaca que tais promessas são “declarações unilaterais de vontade criadoras de obrigações, cuja natureza é afim à das cartas de crédito e *comfort letters*”, constituindo obrigações independentes e não assessórias, diferentemente da fiança<sup>52</sup>.

Nesta seara, coloca-se também o compromisso à subscrição e integralização de capital na SPE, através do qual seus patrocinadores se comprometem a aportar recursos à sociedade, até certo valor previamente estabelecido, quando da verificação de determinados casos específicos, com a finalidade de que a SPE possua capital suficiente para dar continuidade ao desenvolvimento do projeto (SASDELLI, 2014).

É possível, ainda, que garantias sejam constituídas na forma de garantias à primeira demanda, correntemente instrumentalizadas por cartas de crédito *standby*, a partir das quais uma instituição financeira assume a posição de garantidora de certa obrigação contratual, recebendo do devedor uma contragarantia. As garantias à primeira demanda impõem que o garantidor cumpra com a obrigação a partir do momento em que seja demandado a fazê-lo pela parte beneficiária da garantia (SASDELLI, 2014).

Ademais, as garantias em *project finance* podem assumir a forma de cessão de posição contratual da SPE ou de direitos de crédito deles decorrentes (SASDELLI, 2014).

Em adição, em se tratando de instrumentos de mitigação de riscos, cabe mencionar os contratos de seguros, celebrados entre a SPE e seguradoras a fim de que o adimplemento dos contratos de financiamento seja garantido. Eduardo Salomão Neto (2014, p. 343) ensina que tais contratos

[...] podem servir como suporte creditício para os financiadores<sup>53</sup>, na medida em que sejam eleitos como sinistros nas apólices a não conclusão do

---

<sup>52</sup> Observe-se que Eduardo Salomão Neto (2014) entende que tais promessas constituem suporte creditício destinado à mitigação de riscos e não propriamente garantias ao financiamento. O autor trata como garantias apenas as garantias tradicionais – reais e pessoais.

<sup>53</sup> Neste ponto, faz-se necessária observação. Eduardo Salomão Neto (2014, p. 369) trata de modo separado as garantias tradicionais – por ele denominadas “garantias” – das outras formas utilizadas pela SPE para estimular a concessão de financiamentos, as quais chama de “suporte creditício”. Não obstante, tal suporte creditício compreende hipóteses de mitigação de riscos inaceitáveis e, conseqüentemente, instrumentos de garantias, como é o caso dos contratos de seguro. Outros autores, como Luis Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá Faria (2002, p. 260) entendem os contratos de seguro como verdadeiras garantias em forma de “contrato acessório que visa a

projeto no prazo, sua destruição por acidentes naturais ou mesmo sua incapacidade de gerar receita suficiente para pagamento dos empréstimos, em virtude do descasamento cambial, por exemplo. Nesse caso, ocorrido o sinistro, o contrato de financiamento obriga normalmente a que a indenização respectiva seja usada para pagar principal e juros aos financiadores, ou para reconstruir o projeto.

Phillip Wood (1995) destaca justamente o último aspecto levantado por Eduardo Salomão Neto (2014): em casos de sinistro, a SPE encontra-se contratualmente obrigada a utilizar os valores do prêmio do seguro para recuperar o projeto ou – em determinados casos em que o dano prejudicou o desenvolvimento do projeto em grau elevado – para o pagamento dos financiamentos<sup>54</sup>.

Note-se que a própria estrutura contratual do *project finance* constitui não apenas o instrumento de alocação de riscos, como também é responsável pela sua mitigação. Diversos instrumentos contratuais celebrados pela SPE objetivam garantir o sucesso do projeto, como a *completion guarantee*, em que os acionistas da SPE patrocinadora do projeto assumem perante os financiadores a obrigação de concluir a fase de construção do empreendimento dentro de determinado período de tempo (VANÓ, 2002), ou contratos *take-or-pay*, em que o consumidor dos bens ou serviços a serem produzidos pelo projeto “se compromete a pagar periodicamente por uma quantidade estipulada da produção ou serviços, independentemente do fato de recebê-los ou não” (BORGES, FARIA, 2002, p. 259).

Ainda, impende destacar que instrumentos como o *step-in right* e a *golden share*, anteriormente tratados neste trabalho, também são considerados como elementos de mitigação de riscos, pois asseguram aos credores da SPE o direito de controlá-la (*step-in rights*) ou de participar da tomada de certas decisões (*golden share*) a fim de proteger o sucesso do projeto e, conseqüentemente, o pagamento de seus credores (ENEI, 2007; RODRÍGUEZ, 2014; VAÑÓ, 2002).

Conclui-se, portanto, que diversos são os elementos utilizados para garantir as operações de *project finance* e mitigar seus riscos, tendo sido mencionados apenas alguns dos institutos utilizados. Na prática, quando da definição dos

---

assegurar a plena satisfação do objeto contratual” principal, como o pagamento integral do crédito dos financiadores ou a conclusão do projeto. Os autores ensinam que os seguros não apenas mitigam riscos, como também constituem forma de financiamento.

<sup>54</sup> No original: “If the project is damaged, the credit agreement usually contains an obligation on the borrower to use the proceeds either to reinstate or (if the damage is over an agreed threshold which would delay the project, so that it is substantially a different project) to repay the loan” (WOOD, 1995, p. 34).



elementos de garantia e mitigação de riscos na operação de *project finance* que está sendo concretamente analisada, é possível que não apenas os instrumentos aqui citados, mas também outros sejam adotados pelos participantes do projeto.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho destinou-se à análise de pertinentes aspectos jurídicos do *project finance*, modelo de financiamento de projetos cuja prática pelo mercado brasileiro desenvolveu-se neste quarto de século. Conforme suprarreferido, a adoção corrente, em território nacional, do *project finance* foi incentivada, principalmente, pelo processo de privatização iniciado justamente na última década do século XX.

A transferência para o setor privado do desenvolvimento de projetos de infraestrutura, anteriormente de responsabilidade de entes públicos, exigiu que seus patrocinadores encontrassem espécie de financiamento alternativa, objetivando solucionar questões costumeiramente decorrentes do *corporate finance*, forma tradicional de financiamento, como as garantias exigidas pelos financiadores e a vinculação do patrimônio de seus patrocinadores. Este contexto é o responsável por possibilitar que o *project finance* se originasse, ainda que tardiamente quando comparado a países como os Estados Unidos, em território nacional.

Há necessidade de que se compreenda que o instituto não corresponde, tão somente, a um “financiamento de projetos”, em tradução livre à expressão *project finance*, mas que, ao contrário, constitui modelo *sui generis* de financiamento, acompanhado das mais diversas peculiaridades, as quais precisam ser compreendidas também pelos operadores do direito que participam da estruturação financeira de um *project finance*.

Esta espécie de financiamento é adotada para o desenvolvimento de projetos tanto privados, como públicos, exercendo especial relevância em sede de contratos de concessões públicas e parcerias-público privadas. Destes modelos de contratação administrativa decorrem diversas peculiaridades, inclusive jurídicas, as quais merecem atenção. Exemplo é a permissão expressa à previsão contratual de *step-in rights* conferidos aos financiadores.

Pelo estudo ora desenvolvido, conclui-se que a sociedade de propósito específico efetivamente corresponde a requisito essencial para o desenvolvimento do *project finance*, pois é a entidade responsável pela separação entre o patrimônio dos patrocinadores e aquele que pertence ao projeto financiado. Possibilita-se,

assim, que o financiamento seja oferecido em vistas, principalmente, da capacidade financeira e do fluxo de caixa do projeto.

Em adição, a estruturação do financiamento constitui-se através de verdadeira coligação contratual, destinada à operacionalização das diversas obrigações componentes de um *project finance*. A coligação contratual, nesta hipótese, é verificada em decorrência, justamente, de nexos econômico sistemático, para além do objetivo almejado individualmente por cada contrato celebrado.

Característica relevante de operações de *project finance* refere-se ao compartilhamento dos riscos inerentes ao desenvolvimento do projeto entre todos os participantes da operação de financiamento. Tal alocação ocorre especialmente pela via contratual. Os riscos considerados elevados, os quais nenhuma das partes deseja assumir, demandam a constituição de instrumentos de garantias.

Conforme os estudos aqui desenvolvidos demonstraram, as garantias tradicionais, embora sejam verificadas no *project finance*, o são de modo mais raro e peculiar. O penhor de recebíveis, das contas bancárias da sociedade de propósito específico e de suas ações correspondem a exemplos de garantias reais que podem constituir a base de um *project finance*.

Há, em adição, garantias contratuais – as quais correspondem à parte expressiva dos instrumentos garantidores em operações de *project finance*, exemplificadas pelos mencionados *covenants* – e instrumentos como a *golden share* e os *step-in-rights*, cujos efeitos em relação aos financiadores demandam maior aprofundamento pela esfera jurídica nacional.

Este último instituto corresponde à cláusula contratual apta a permitir que financiadores assumam o controle da sociedade de propósito específico, quando da verificação de eventos de inadimplência que possam prejudicar a conclusão do projeto. Em casos de operações de *project finance* destinadas ao desenvolvimento de projetos objeto de concessões públicas e/ou parcerias público-privadas, há previsão legal expressa, conforme disposições recentemente introduzidas pela Lei nº 13.097/2015 à Lei de Concessões Públicas – art. 27-A – e à Lei de Parcerias Público Privadas – art. 5º. Já no que tange a operações de *project finance* no setor privado, faz-se necessário o aprofundamento dos estudos acerca do tema, por ainda apresentar discussões acerca de sua admissibilidade face ao ordenamento jurídico pátrio, embora correntemente seja a cláusula prevista.

Tem-se, portanto, que o *project finance* corresponde a instituto cuja aplicação é verificada em território nacional majoritariamente a partir das últimas duas décadas, constituindo tema relativamente atual no âmbito do ordenamento pátrio e que implica uma série de questões jurídicas, demandando aprofundamento de seu estudo no âmbito jurídico.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, Wagner Frederico Gomes de. As estatais e as PPPs: o project finance como estratégia de garantia de investimentos em infraestrutura. **Revista do Serviço Público**, Brasília, v. 57, n. 2, p. 169-190, abr/jun. 2006.

BOND, Gary; CARTER, Laurence. Financing Private Infrastructure Projects: emerging trends from IFC's experience. **IFC – International Finance Corporation Discussion Paper**, Washington, n. 23, mai./1994.

BONOMI, Claudio A.; MALVESSI, Oscar. **Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Project Finance e Infra-estrutura: descrição e críticas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105 a 121, jun./1999. Disponível em:

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev905.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev905.pdf)>. Acesso em: 26 out. 2014.

\_\_\_\_\_. *Covenants*: instrumento de garantia em *project finance*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 117-136, jun./1999. Disponível em:

<[http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.pdf](http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.pdf)>. Acesso em: 26 out 2014.

\_\_\_\_\_. Parceria Público-Privada (PPP): risco e mitigações em operações estruturadas de investimentos de infraestrutura. **Revista da Procuradoria Geral do Estado de São Paulo**: centro de estudos, São Paulo, n. 61/62, p. 31-76, jan/dez. 2005.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá e. Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, dez./2002.

CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de; LOVATO, Rafael Porto. Breves Considerações e Análise de Caso sobre o “Project Finance” como Instrumento Facilitador das Parcerias Público-Privadas. **Revista de Direito Administrativo Contemporâneo**, São Paulo, ano 2, v. 6, p.113-143, mar./2014.

DELMON, Jeffrey. **Public-Private Partnership Projects in Infrastructure: an essential guide for policy makers**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2011.

DIAS, Gabriela Figueiredo. Project Finance (primeiras notas). In: ABREU, J. M. Coutinho; RAMOS, Elisabete; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; PEREIRA, Alexandre Libório Dias; DIAS, Gabriela Figueiredo. **Responsabilidade Civil de Administradores e Sócios Controladores. Privatização de Empresas Públicas e Empresarialização Pública. Princípios do Comércio Eletrônico. Project Finance**. Coimbra: Livraria Almedina, 2004, p. 115-160.

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

\_\_\_\_\_. Financiamento das Parcerias Público-Privadas: experiências e lições nos primeiros dez anos de vigência da Lei nº 11.079/2004. In: POZZO, Augusto Neves Dal; VALIM, Rafael; AURÉLIO, Bruno; FREIRE, André Luiz (Org.). **Parcerias Público-Privadas: teoria geral e aplicação nos setores de infraestrutura**. Belo Horizonte: Fórum, 2014. p. 111-125.

FIGHT, Andrew. **Introduction do Project Finance: essential capital markets**. Oxford: Elsevier, 2006.

FINERTY, John D. **Project Financing: asset-based financial engineering**. 2 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, INC. 2007.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Redes Contratuais no Mercado Habitacional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

\_\_\_\_\_. Os contratos coligados. In: BRANDELLI, Leonardo. **Estudos em homenagem à Professora Véra Maria Jacob de Fradera**. Porto Alegre: Lejus, 2013. Disponível em: < <http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/e.pdf>>. Acesso em: 04 out. 2015.

MARTINS, Licínio Lopes; OLIVEIRA, Filipa. O *project finance* no Código dos Contratos Públicos português e no Direito da União Européia. **Revista de Contratos Públicos – RCP**, Belo Horizonte, ano 3, n. 5, p. 107-122, mar/ago. 2014.

MOREIRA, Egon Bockmann. Concessões de Serviços Públicos e Project Finance. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)**, Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 23, agosto/setembro/outubro, 2010.

Disponível na Internet: <<http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-23-AGOSTO-2010-EGON-MOREIRA.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

MOREIRA, Egon Bockmann; GUIMARÃES, Bernardo Strobel. Sociedades de Propósito Específico na Lei de PPP (considerações em torno do art. 9º da Lei. 11.079/2004). In: JUSTEN FILHO, Marçal; SCHWIND, Rafael Wallbach (Org.). **Parcerias Público-Privadas: reflexões sobre os 10 anos da Lei 11.079/2004**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015. p. 493-528.

MORRISON, Neil; OWEN, Naomi. **Private Finance Initiative: a specially commissioned Report**. Londres: FT Law & Tax, 1996.

MONTEIRA FILHA, Dulce Corrêa; CASTRO, Marcial Pequeno Saboya de. Project Finance para a Indústria: estruturação de financiamento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p. 107-124, dez./2000.

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

RODRÍGUEZ, Antonio Jesús Sánchez. <<Project Finance>> em Financiación de Infraestructuras Mediante Colaboración Pública-Privada. **Revista Española de Derecho Administrativo**, Cizur Menor, n. 165, p. 183-226, jul/set. 2014.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. Garantias em *Project Finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; Muniz, Igor (Org.). **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. 3 ed. Rio de Janeiro; São Paulo: Renovar, 2014, p. 363-383.

TAFUR, Diego Jacome Valois. Contratos Conexos no Âmbito do *Project Finance*. **Revista Brasileira de Infraestrutura – RBINF**, Belo Horizonte, ano 2, n. 4, p. 197-227, jul./dez. 2013.

VAÑÓ, Maria José Vañó. **El contrato de <<Project Finance>>**. Valencia: Tirant ló Blanch, 2002.

WOOD, Philip R. **Project Finance, Subordinated Debt and State Loans**. Londres: Sweet & Maxwell, 1995.

YESCOMBE, E. R. **Principles of Project Finance**. 2 ed. Oxford: Elsevier, 2014.

## Legislação

BRASIL. **Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros Privados, regula as operações de seguros e resseguros e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/De10073.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/De10073.htm)>. Acesso em: 18 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 4594, de 29 de dezembro de 1964**. Regula a profissão de corretor de seguros. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4594.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4594.htm)>. Acesso em: 18 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 15 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 7492, de 16 de junho de 1986**. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L7492.htm)>. Acesso em: 18 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 8987, 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: 10 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. 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: 15 set. 2015.

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/11079.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/11079.htm)>. Acesso em: 10 set. 2015.

BRASIL. **Lei n. 13.097, de 30 de dezembro de 2004**. Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aerogeradores; prorroga os benefícios previstos nas Leis nos 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 9.440, de 14 de março de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 12.024, de 27 de agosto de 2009, e 12.375, de 30 de dezembro de 2010; altera o art. 46 da Lei no 12.715, de 17 de setembro de 2012, que dispõe sobre a devolução ao exterior ou a



destruição de mercadoria estrangeira cuja importação não seja autorizada; altera as Leis nos 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.546, de 14 de dezembro de 2011, 12.973, de 13 de maio de 2014, 9.826, de 23 de agosto de 1999, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004, 11.774, de 17 de setembro de 2008, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.865, de 9 de outubro de 2013, 10.820, de 17 de dezembro de 2003, 6.634, de 2 de maio de 1979, 7.433, de 18 de dezembro de 1985, 11.977, de 7 de julho de 2009, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 9.514, de 20 de novembro de 1997, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 9.074, de 7 de julho de 1995, 12.783, de 11 de janeiro de 2013, 11.943, de 28 de maio de 2009, 10.848, de 15 de março de 2004, 7.565, de 19 de dezembro de 1986, 12.462, de 4 de agosto de 2011, 9.503, de 23 de setembro de 1997, 11.442, de 5 de janeiro de 2007, 8.666, de 21 de junho de 1993, 9.782, de 26 de janeiro de 1999, 6.360, de 23 de setembro de 1976, 5.991, de 17 de dezembro de 1973, 12.850, de 2 de agosto de 2013, 5.070, de 7 de julho de 1966, 9.472, de 16 de julho de 1997, 10.480, de 2 de julho de 2002, 8.112, de 11 de dezembro de 1990, 6.530, de 12 de maio de 1978, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 8.080, de 19 de setembro de 1990, 11.079, de 30 de dezembro de 2004, 13.043, de 13 de novembro de 2014, 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 12.096, de 24 de novembro de 2009, 11.482, de 31 de maio de 2007, 7.713, de 22 de dezembro de 1988, a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, o Decreto-Lei no 745, de 7 de agosto de 1969, e o Decreto no 70.235, de 6 de março de 1972; revoga dispositivos das Leis nos 4.380, de 21 de agosto de 1964, 6.360, de 23 de setembro de 1976, 7.789, de 23 de novembro de 1989, 8.666, de 21 de junho de 1993, 9.782, de 26 de janeiro de 1999, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.973, de 13 de maio de 2014, 8.177, de 1o de março de 1991, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004 e 9.514, de 20 de novembro de 1997, e do Decreto-Lei no 3.365, de 21 de junho de 1941; e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2015/Lei/L13097.htm#art150](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13097.htm#art150)>. Acesso em: 10 set. 2015.

## Sítios eletrônicos

**The EPEC PPP Guide.** Project Finance. Disponível em:

<<http://www.eib.org/epec/g2g/annex/1-project-finance/index.htm>>. Acesso em: 15 set. 2015.