

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**GARANTIAS REAIS NO ÂMBITO DO FINANCIAMENTO DE PROJETOS:
FRAGILIDADES E RISCOS AO CREDOR**

MARIA CLARA TAVARES FERNANDES DA SILVA

**Rio de Janeiro,
2020/PLE**

MARIA CLARA TAVARES FERNANDES DA SILVA

**GARANTIAS REAIS NO ÂMBITO DO FINANCIAMENTO DE PROJETOS:
FRAGILIDADES E RISCOS AO CREDOR**

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da **Professora Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro**.

**Rio de Janeiro,
2020/PLE**

CIP - Catalogação na Publicação

TS586g Tavares Fernandes da Silva, Maria Clara
 Garantias Reais no âmbito do financiamento de
 projetos: Fragilidades e Riscos ao CrEdor / Maria
 Clara Tavares Fernandes da Silva. -- Rio de
 Janeiro, 2020.
 67 f.

 Orientadora: Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
 Naciona de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

 1. Project Finance. 2. Infraestrutura. 3.
 Garantias Reais. 4. Garantias Fiduciárias. I.
 Araujo de Azevedo Pizoeiro, Carolina, orient. II.
 Título.

MARIA CLARA TAVARES FERNANDES DA SILVA

**GARANTIAS REAIS NO ÂMBITO DO FINANCIAMENTO DE PROJETOS:
FRAGILIDADES E RISCOS AO CREDOR**

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da **Professora Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro**.

Data da Aprovação: __/__/2020.

Banca Examinadora:

Professora Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro
Orientadora

Membro da Banca

Membro da Banca

**Rio de Janeiro,
2020/PLE**

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo apoio incondicional bem como pela transmissão de valores tão fundamentais como resiliência, ética e humildade.

Aos colegas de profissão do Cescon Barriou Advogados, em especial aos meus mestres Maurício Teixeira dos Santos, Manoela Miranda e Amanda Arêas, é uma oportunidade para poucos aprender com vocês todos os dias.

Aos amigos da Nacional, colecionados ao longo dessa trajetória de (quase) seis anos: àquelas do dia a dia, aos da Equipe de Arbitragem e às seletas amigas que o intercâmbio me deu: obrigada pela paciência, pelas risadas e por todos os momentos em que pudemos estar juntos.

A todos aqueles que de alguma forma foram parte da minha história, não só aos amigos dos tempos recentes, mas também aos de sempre: há um pouquinho de cada um de vocês naquilo que sou hoje.

À Faculdade Nacional de Direito, nem nos meus melhores sonhos você poderia me ser tão gratificante. Estou sempre contigo.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo uma análise da modalidade de estruturação financeira do *project finance* enquanto sofisticado mecanismo de concessão de crédito, essencialmente voltado para os setores de infraestrutura, cuja estruturação conta com intrincada rede de contratos de garantia a fim de segregar os riscos decorrentes do projeto. Conforme será demonstrado, as garantias visam a dar segurança aos credores, que poderão executá-las em caso de inadimplemento das obrigações assumidas pela sociedade receptora dos recursos, a Sociedade de Propósito Específico, visando a satisfação do crédito concedido. Ainda que tais institutos tragam segurança jurídica aos credores, eles podem apresentar diversas questões que representam entraves e dificuldades práticas, desde sua constituição até sua efetiva execução. Diante deste cenário, busca-se por enumerar tais fragilidades bem como propor soluções para mitigá-las.

Palavras-chave: *Project Finance*; Infraestrutura; Garantias Reais; Garantias Fiduciárias.

ABSTRACT

The purpose of this work is to analyze the *project finance* financing structure whilst a sophisticated loan mechanism, essentially aimed at the infrastructure sectors, with a structure of an intricate network of collateral agreements with the purpose of segregating the risks arising from the project. As it will be demonstrated, such collaterals aim to provide security to the creditors, who will be able to enforce them in case of default of the obligations assumed by the borrower company, a Special Purpose Vehicle, aiming at the payment of the credit granted. Even though such institutes bring legal certainty to creditors, they can present several issues that represent obstacles and practical difficulties, from their constitution to their effective enforcement. In view of this scenario, this work seeks to enumerate such weaknesses as well as to propose solutions to mitigate them.

Key-words: Project Finance; Infrastructure; Collaterals; Fiduciary Securities.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura básica de um <i>project finance</i>	26
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Riscos do Projeto.....	27
Tabela 2 – Estruturas de Project Finance.....	31

LISTA DE ABREVIATURAS

ANP	Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Código Civil	Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105 de 16 de março de 2015
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
Decreto-Lei nº 911/69	Decreto-Lei nº 911/69 de 1º de outubro de 1969
FMM	Fundo da Marinha Mercante
Lei de Concessões	Lei nº 8.987 de 13 de fevereiro de 1995
Lei de Falências	Lei nº 11.101 de 9 de fevereiro de 2005
Lei das PPP	Lei nº 11.079 de 30 de dezembro de 2004
Lei das Sociedades por Ações	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei do Mercado de Capitais	Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965
Lei nº 6.015/73	Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973
Lei nº 9.514/97	Lei nº 9.514 de 20 de novembro de 1997
Lei nº 10.931/04	Lei nº 10.931 de 2 de agosto de 2004
Lei nº 11.196/2005	Lei nº 11.196 de 21 de novembro de 2005
Lei nº 13.097/15	Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015
Lei nº 13.476/17	Lei nº 13.476, de 28 de agosto de 2017
PPP	Parceria Público-Privada
Resolução Normativa nº 532/13	Resolução Normativa nº 532 de 11 de janeiro de 2013
Resolução Normativa nº 766/17	Resolução Normativa nº 766 de 28 de maio de 2017
RGI	Registro Geral de Imóveis
RTD	Cartório de Títulos e Documentos
SPE	Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. O PROJECT FINANCE	15
1.1 Perspectiva histórica.....	15
1.2 Definição de <i>project finance</i>	17
1.3 Diferenciação entre <i>project finance</i> e outras modalidades de financiamentos.....	19
1.4 Agentes do <i>project finance</i>	23
1.5 A segregação de riscos por meio da estruturação de garantias contratuais	25
2. AS GARANTIAS REAIS E FIDUCIÁRIAS	32
2.1 As Garantias Reais Tradicionais.....	34
2.1.1 A Hipoteca	34
2.1.2 O Penhor.....	36
2.2 As Garantias Reais Fiduciárias	39
2.2.1 A Alienação Fiduciária.....	39
2.2.2 A Cessão Fiduciária.....	41
3. RISCOS E FRAGILIDADES AO CREDOR	46
3.1 Necessidade de autorização por órgão regulador	46
3.2 Efeitos da recuperação judicial e falência sobre as garantias reais de penhor, hipoteca e alienação fiduciária	47
3.3 Execução da alienação fiduciária de ações e questões decorrentes.....	51
3.4 Compartilhamento da garantia fiduciária de imóveis	56
3.5 Restrições para Estrangeiros e a Nova Lei do Agronegócio	57
CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	63

INTRODUÇÃO

Ainda que em forte crise econômica ao longo dos últimos anos, o Brasil tem sido alvo da atração de altos investimentos, nacionais e estrangeiros, para viabilização de grandes projetos, como construção, operação e manutenção de aeroportos, vias de transporte, portos e, principalmente, projetos voltados para a diversificada matriz energética brasileira – parques eólicos, usinas hidrelétricas, gasodutos, entre outros.

Devido ao alto custo envolvido e ao longo prazo de maturidade desses investimentos, além dos grandes riscos decorrentes da assunção de um empreendimento desse porte, investidores buscam por estruturas negociais diferenciadas para angariar os recursos necessários para viabilizar tais projetos. Dentre as possibilidades, a mais comumente adotada é o Financiamento de Projetos (*project finance*).

Em breve síntese, *project finance* é uma modalidade de financiamento que visa à realização de empreendimentos de grande porte, principalmente voltados para o setor da infraestrutura. Analisa-se, em um primeiro momento, a capacidade de geração de receitas do projeto financiado, no qual o fluxo de caixa gerado é a principal fonte de pagamento do serviço e da amortização do capital de terceiros.

Esse formato de financiamento ganhou especial atenção no cenário brasileiro por ser utilizado no âmbito de Parcerias Público-Privadas (PPP). O modelo do *project finance* foi primeiramente adotado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a partir da década de 1990, quando o país passava por um cenário de desestatização de sua máquina estatal, abrindo portas para o capital privado em setores até então monopolizados pelo Estado.

As diferentes estruturas de *project finance* são adotadas visando a atender a complexidade dos projetos e as particularidades e interesses de seus investidores, seja estipulando taxas de juros mais altas, possibilidade de aporte posterior, financiamento parcial internacional, entre outros. Essas estruturas buscam, principalmente, segregar os riscos assumidos pelos investidores, de forma a prever qualquer variação no fluxo de caixa do projeto, bem como obter os benefícios específicos decorrentes das negociações, traduzidos em altos retornos financeiros.

Uma das principais medidas tomadas para segregar os riscos assumidos nesse tipo de empreendimento é a criação de entidade apartada - que terá personalidade jurídica e patrimônio próprios - daquela entidade patrocinadora, que capitaneará a busca por investimentos. Assim, cria-se uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), subsidiária integral da entidade patrocinadora, que será a receptora direta dos recursos dos investidores e terá ativos e fluxo de caixa segregados de sua acionista controladora, concentrando os esforços em um único veículo.

Devido aos altos valores envolvidos nesses projetos, busca-se por maneiras de garantir aos investidores maior segurança jurídica, a qual se dá, usualmente, por meio da assunção de obrigações e pela estruturação de um conjunto de garantias a ser oferecido aos credores, que será formalizado por meio de instrumentos acessórios ao contrato de financiamento principal.

Como o investidor tem acesso limitado ao patrimônio do patrocinador, uma vez que o contrato de financiamento principal é celebrado diretamente com a SPE, esse financiador externo deverá ater-se às garantias proporcionadas pelo veículo criado para explorar o projeto, vinculando os recebíveis do empreendimento como principal garantia.

Assim, para assegurar o cumprimento das obrigações contratualmente definidas em um *project finance*, a SPE celebra contratos de garantia que irão recair sobre seus ativos e direitos atrelados ao empreendimento, além de participações societárias, bem como assume *covenants* financeiros e não financeiros, isto é, obrigações de fazer e não fazer voltadas para o sucesso do projeto financiado.

Cria-se, portanto, uma intrincada rede de contratos cuja complexidade reside em distribuir o ônus do empreendimento para assegurar a otimização na utilização dos recursos captados e, prever, assim, o fluxo de caixa do projeto. Ao adotar tal modelo, resguarda-se a confiança dos financiadores, que visarão ao sucesso e preservação do empreendimento para maximizarem seus lucros, mas passarão a contar com uma espécie de restituição, por meio da execução dessas garantias, caso o projeto venha a fracassar.

Dá-se, tradicionalmente, como garantias bancárias às colaborações financeiras de longo prazo, a garantia real e a garantia pessoal. As garantias reais são aquelas que incidem sobre um bem ou coisa específica. Já as garantias fidejussórias, também chamadas de pessoais, incidem

diretamente sobre o patrimônio dos coobrigados, sem delimitação específica de determinado bem.

As garantias pessoais são geralmente prestadas pelos acionistas da SPE, isto é, por seus patrocinadores, na forma de fiança corporativa. Sem embargo, não são figuras tão usuais no âmbito do *project finance* uma vez que são utilizadas, grande parte das vezes, apenas “*como suporte creditício*”¹ e, por isso, não serão objeto desse trabalho.

As garantias reais, por sua vez, costumam ser mais adotadas. Enquanto a hipoteca poderá recair sobre um bem imóvel de propriedade da SPE, o penhor é muito utilizado para onerar as ações de emissão da SPE. As garantias fiduciárias, as quais também são um tipo de garantia real, geralmente se apresentam pelo instituto da cessão fiduciária e da alienação fiduciária e poderão recair sobre os mais diversos ativos e direitos da SPE.

Por motivos que serão apresentados ao longo deste estudo, as garantias fiduciárias são tomadas como as mais fortes e seguras a serem prestadas para garantir um *project finance*, quando comparadas, por exemplo, aos demais institutos do direito real mencionados acima.

Ainda que sejam consideradas mais confiáveis pelo ponto de vista do credor, essas garantias apresentam, na prática, alguns riscos e fragilidades que se apresentarão em diversos momentos de sua existência, desde sua constituição até sua efetiva execução, os quais serão enumerados ao longo do presente trabalho.

Dessa forma, o objetivo deste estudo é fazer um levantamento dos principais obstáculos enfrentados pelos credores quanto às garantias reais tradicionais e fiduciárias dadas em um *project finance*. Este trabalho, denominado “Garantias Reais no Âmbito do Financiamento de Projetos: Fragilidades e Riscos ao Credor”, visa, portanto, a (i) explorar a definição de *project finance*, elencando suas principais características; (ii) elencar os riscos das garantias reais tradicionais e fiduciárias que podem ser prestadas no âmbito dessas operações, as quais se dividem, para fins desse trabalho, em (a) hipoteca; (b) penhor; (c) alienação fiduciária e (d) cessão fiduciária; e (iii) propor maneiras de mitigar a existência dos riscos apresentados.

¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 23, 2004. p. 55.

Nessa esteira, o trabalho será dividido em três capítulos. No primeiro, tratar-se-á de expor as principais características do *project finance*, desde seu surgimento até sua consolidação como estrutura de concessão de crédito para financiar grandes empreendimentos bem como os agentes envolvidos e a complexa rede de contratos necessária para garantir o sucesso contratual da operação, por meio da estruturação de diferentes garantias. Ainda que em crescente adoção no cenário brasileiro, como ainda não há positividade direta do tema, sua análise não se dará apenas sob um viés jurídico e sim por uma ótica interdisciplinar, considerando conceitos financeiros e negociais para a devida conceituação.

O segundo capítulo, por sua vez, visa a enumerar as garantias mais comumente utilizadas em um *project finance*, cujo arcabouço legal é, essencialmente, o Código Civil. Assim, o capítulo buscar esclarecer as principais características jurídicas e diferenças de cada instituto apresentado, bem como elencar os requisitos de validade e eficácia para suas devidas constituições, conforme o caso.

Por fim, passar-se-á a uma análise mais prática a respeito das garantias conceituadas anteriormente, buscando verificar os entraves e obstáculos apresentados aos credores quanto às garantias prestadas. Os problemas expostos são de naturezas diversas e estão relacionados, entre outros, aos procedimentos de constituição, execução e compartilhamento da garantia com outros credores bem como a exigências de agências reguladoras e órgãos específicos, a depender da garantia prestada.

1. O PROJECT FINANCE

Antes de pormenorizar os entraves práticos encontrados por credores no âmbito das garantias fiduciárias dadas em um financiamento de projeto, cumpre traçar breve linha temporal do instituto do *project finance*, passando por seu surgimento até sua consolidação como método de concessão de crédito no cenário brasileiro, bem como melhor limitar seu conceito em si, uma vez que este instituto apresenta características específicas e se difere de modalidades mais tradicionais de empréstimo.

1.1 Perspectiva histórica

Ainda que em maior evidência nas últimas três décadas no cenário brasileiro, o *project finance* pode ser considerado uma técnica milenar, muito embora suas raízes não sejam precisas. Conforme F. Kabir Khan e R. J. Parra², o *project finance* foi primeiro utilizado por volta de 1800 a.C. quando proprietários de navios arrecadavam fundos para a construção de frotas por meio de uma espécie de hipoteca, denominada *bottomry*. Por meio dessa prática, os empréstimos eram pagos com as receitas provenientes do comércio propiciado pela utilização daqueles navios financiados em primeiro momento.

Há relatos, ainda, de que os primeiros financiamentos com características do modelo hoje conhecido foram capitaneados pelos antigos mercadores gregos, cujas expedições marítimas eram custeadas já possuindo um propósito específico³. O grande exemplo utilizado pela doutrina, no entanto, é o empréstimo tomado pelo coroa britânica, em 1299, com o banco italiano Frescobaldi⁴, tendo como objetivo desenvolver as minas de prata de Devon e cuja estrutura contratual era similar ao que hoje é chamado de *production payment loan*⁵.

A partir da Segunda Guerra Mundial, os conceitos de *project finance* foram aprofundados no mundo anglo-saxão e adotado por agências multilaterais a partir do entendimento de que “o

² KHAN, Kabir F. PARRA, R. J. *Financing large projects using project finance techniques and practices*. Singapore: Prentice Hall, 2003. p. 40 apud SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

³ *Advanced project financing: structuring risks*, 2ª ed., London: Euromoney Institutional Investor, 2014, pp. 1-2. apud SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

⁴ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-estrutura no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, nº 18, p. 241-280, dez. 2002.

⁵ SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 12

conforto das partes envolvidas deveria ser construído a partir de uma construção financeira e jurídica calcada na realização de um fluxo de caixa previsível em uma sociedade de seu grupo original, para controle de sua realização pelas partes interessadas”⁶.

Essa forma de financiamento passou a ser utilizada principalmente em projetos e expansão de plataformas de exploração de petróleo e gás no início da década de 1970, mesmo momento em que tal modalidade foi impulsionada nos Estados Unidos, devido à aprovação do *Public Utility Policy Act*⁷. Isso ocorreu principalmente porque a escala e os riscos dos investimentos eram superiores à capacidade das empresas exploradoras.

Como exemplos de *project finances* bem sucedidos nas últimas décadas, pode-se citar o Eurotunnel (França/Inglaterra), Aeroporto Internacional de Berlim-Brandenburgo (Alemanha), Sidney Harbour Tunnel (Austrália), Sajião Power Plant (China) e Euro Disneyland Paris (França)⁸.

No Brasil, esse modelo passou a ser utilizado a partir da década de 1990, após o processo de privatização, quando os setores que foram essencialmente entregues à iniciativa privada passaram a necessitar de novas fontes para o financiamento de suas atividades⁹. Até então, os projetos de infraestrutura eram capitaneados por sociedades estatais de economia mista ou empresas públicas concessionárias, que estruturavam operações de financiamento com garantias dos tesouros das diferentes esferas federalistas: federal, estadual e municipal¹⁰.

Segundo Rosemarie Broker Bone¹¹, outras medidas utilizadas pelo governo brasileiro para atrair capital privado e investimentos foram: (a) as emendas à Constituição, que outorgaram às empresas privadas o direito de exploração de atividades até então exercidas unicamente por empresas estatais, principalmente nos setores de telecomunicações, petróleo,

⁶ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Revisão da Prática do Uso de Modelagem de Project Finance em Infraestrutura no Brasil*. In: *Manual de Project Finance no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 46.

⁷ FINNERTY, John D. *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*. 2ª ed. New Jersey: Wiley & Sons, Inc: 2007, p. 5.

⁸ RODRIGUES JUNIOR, Waldery. *A participação privada no investimento em infraestrutura e o papel do project finance*. Brasília: IPEA, 1997. Texto para Discussão n. 495. p. 66.

⁹ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-estrutura no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, nº 18, p. 241-280, dez. 2002.

¹⁰ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Revisão da Prática do Uso de Modelagem de Project Finance em Infraestrutura no Brasil*. In: *Manual de Project Finance no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 45.

¹¹ BONE, Rosemarie Broker. *O Brasil no caminho do project finance*. Indic Econ FEE, Porto Alegre, v. 29, nº 2, p. 156-179, ago. 2001.

gás natural e energia elétrica; e (b) as concessões, regulamentadas por meio da Lei das Concessões, de 13 de fevereiro de 1995, pelas quais o governo passou a dar autorização para que terceiros prestassem serviços públicos.

Nesse cenário, há de ser falar do papel imprescindível exercido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, o qual pode ser considerado como o principal agente do Governo Federal para o financiamento a longo prazo. Tal engajamento é visível se considerarmos que o BNDES dispõe de linhas de financiamento específicas para cada setor, como saneamento, mobilidade urbana, segurança pública, entre outros. Nas palavras de Waldery Rodrigues Junior¹², o BNDES possui grande *know-how* no assunto, que se traduz por meio da análise detalhada de projetos, concessão de garantias essenciais e articulação de diversos participantes envolvidos. Para Dulce Corrêa Monteiro Filha e Marcial Pequeno Saboya de Castro¹³, o BNDES analisa, com enfoque na SPE, os riscos do empreendimento e a constituição de garantias à operação, levando em consideração a capacidade de pagamento da empresa e a viabilidade do projeto.

Apenas entre 1999 e 2009, estima-se que no Brasil tenham ocorrido 206 projetos, responsáveis pela geração de investimentos de USD 87 bilhões, dos quais USD 64,2 bilhões foram financiados¹⁴. Entre os empreendimentos mais famosos, pode-se citar a Ponte S/A (Ponte Rio Niterói), a Rodovia Presidente Dutra, ambas no Rio de Janeiro, a Rodonorte, no Paraná e a Autoban, em São Paulo.

1.2 Definição de *project finance*

Ainda que não haja um conceito normativo na legislação brasileira, é possível traçar a definição de *project finance* com base em uma vasta literatura, estrangeira e doméstica, a respeito do tema. De acordo com Finnerty¹⁵, entende-se por *project finance* “a captação de

¹² BLANK, F. *Teoria de opções reais em project finance e parceria público-privada: Uma aplicação em concessões rodoviárias*. 2008. 200 p. Tese de Mestrado em Engenharia Industrial - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

¹³ MONTEIRO 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.

¹⁴ SOUZA, Pierangela Rodrigues de. *O papel do agente financeiro no investimento ao Project Finance no Brasil*. 2014. 36 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-Graduação em Engenharia de Produção) – Instituto A Vez do Mestre, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro.

¹⁵ FINNERTY, John D. *Project Finance: engenharia financeira baseada em ativos*. 2 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, INC. 2007. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280. dez/2002.

recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto”.

Na literatura nacional, para Luiz Ferreira Xavier Borges e Viviana Cardoso de Sá e Faria¹⁶, em um dos primeiros artigos publicados sobre a temática em âmbito doméstico, a expressão “*financiamento de projetos*” abrange também várias alternativas de captação de recursos disponíveis, seja a utilização de recursos próprios dos sócios para alavancar um projeto sob a forma de subscrição de títulos subordinados, empréstimos corporativos, emissão de títulos com garantias corporativas ou instrumentos mais elaborados como a securitização de recebíveis.

Em termos práticos, os Princípios do Equador, os quais consistem em um conjunto de critérios socioambientais de adoção voluntária por instituições financeiras a nível mundial, primeiramente capitaneados pelo *International Finance Corporation* juntamente com o *ABN Amro Bank*, adotaram um conceito abrangente de *project finance*:

Project finance é um método de financiamento em que o emprestador observa primariamente as rendas geradas por um único projeto, tanto como fonte de repagamento como uma securitização pela exposição. Esse tipo de financiamento é geralmente para instalações grandes, complexas e dispendiosas que podem incluir, por exemplo, usinas de energia, usinas de processamento químico, minas, infraestrutura de transporte, meio ambiente e infraestrutura de telecomunicações. *Project finance* pode tomar a forma de financiar a construção de uma nova instalação ou o refinanciamento de uma existente, com ou sem melhorias. Em tais transações, o emprestador é geralmente pago exclusiva ou quase que exclusivamente pelos recursos gerados pelo contrato para os *outputs* do projeto, como a eletricidade vendida por uma usina. O cliente é em geral uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que não tem autorização para exercer outra função que não o desenvolvimento, posse e operação da instalação. A consequência é que o repagamento depende primariamente do fluxo de caixa do projeto e no valor colateral dos ativos do projeto (...). (Princípios do Equador, 2013, p. 18, tradução de André Castro Carvalho e Leonardo Freitas de Moraes Castro – Introdução ao Project Finance, Manual de Project Finance no Direito Brasileiro)

Desde sua primeira versão, tal conceito já sofreu algumas variações, sendo posteriormente confirmado pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (Basel II, 2005, p. 49), passando a ser adotado por instituições financeiras de todo o mundo que utilizam essa

¹⁶ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-estrutura no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, nº 18, p. 241-280, dez. 2002. p. 246.

modalidade de financiamento. No Brasil, essa definição já é aplicada por bancos como Bradesco, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Itaú Unibanco, entre outros¹⁷.

1.3 Diferenciação entre *project finance* e outras modalidades de financiamentos

Além do *project finance*, outras duas modalidades de financiamento apresentam relevância para fins de viabilização de grandes empreendimentos empresariais: o *development finance* e o *corporate finance*. Contudo, por mais que possuam o mesmo objetivo, determinadas características essenciais as diferenciam, as quais serão apresentadas a seguir.

O *development finance* concentra-se, prioritariamente, na realização de um interesse público ou de importância estratégica para um país, não atendo-se, portanto, ao lucro decorrente da implantação daquele projeto. Trata-se de sistema de financiamento integralmente subsidiado geralmente por empresas estatais concessionárias de serviços públicos ou pela administração pública direta¹⁸.

No cenário brasileiro, essa modalidade caiu em desuso devido à inviabilidade financeira para o Estado financiar sozinho empreendimentos com infraestruturas de relevância coletiva não autossustentáveis financeiramente. A fim de superar esse gargalo causado pelo esgotamento do capital público e a impossibilidade de novos endividamentos, o governo brasileiro passou a adotar o modelo das Parcerias Público-Privadas (PPP), que foi estruturalmente arquitetado adotando como técnica de captação de recursos o *project finance*.

Por sua vez, o *corporate finance* pode ser considerado o financiamento tradicional por excelência, por meio do qual a instituição financiadora faz uma análise prévia de alguns aspectos da sociedade (já existente) que deseja contratar o financiamento.

Assim, a instituição financeira que irá proporcionar o empréstimo avaliará, entre outros aspectos, o patrimônio da sociedade, suas projeções, a capacidade de geração de caixa e de

¹⁷ CARVALHO, André Castro; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e. *Introdução ao Project Finance. Manual de Project Finance no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 32

¹⁸ SEABRA, Isamara. A importância do project finance no desenvolvimento das empresas brasileiras. In: CALDA, Roberto Correia da Silva Gomes; NEVES, Rubia Carneiro (Orgs). *Atuação empresarial no estado democrático de direito*. São Paulo: Clássica, 2013, p. 217-246

pagamento daquela sociedade, seu nível de endividamento e seu histórico de crédito. Por meio dessa avaliação, analisa-se o risco de crédito da sociedade e o mutuante poderá decidir, por exemplo, se deseja avançar nas negociações, bem como se oferecerá uma melhor taxa de juros. Laura Capellão¹⁹ ensina que o projeto que se busca financiar é, portanto, apenas mais um entre todas as atividades exercidas pela sociedade.

Não há, no *corporate finance*, uma preocupação especial com o êxito do empreendimento tampouco com a destinação dos recursos captados, mas com a capacidade da sociedade de quitar sua dívida perante a instituição financeira, satisfazendo a obrigação contratada com seu patrimônio²⁰. Por isso, a estruturação das garantias, quando existente, recairá principalmente sobre a empresa e não sobre o projeto. Nesse sentido, o financiamento estará integrado à carteira de ativos e passivos da empresa e irá constar em seu balanço patrimonial como um endividamento adicional, o que implicará no aumento de seu risco de crédito.

Eduardo Salomão Neto²¹ justifica a adoção do *project finance* invés do empréstimo sindicalizado, por ser comum a tendência de uma empresa, se endividada, não se sentir atraída por uma iniciativa empresarial cujo resultado não gerará dividendos a ser distribuídos aos acionistas. O *project finance* apresenta-se, portanto, como uma alternativa benéfica a esse cenário porque, em primeiro lugar, o projeto a ser financiado terá seu estudo de viabilidade apartado e distinto da sociedade empreendedora, podendo os resultados serem facilmente isolados em benefício dos financiadores e, em segundo lugar, por criar-se uma dívida direta entre a SPE e as instituições financeiras, de forma que as sociedades empreendedoras não poderão ser diretamente responsabilizadas no caso de inadimplemento de obrigações.

Na mesma esteira, o autor ainda expõe algumas outras vantagens, como: (a) alocação de riscos, a qual será melhor explicada ainda neste capítulo; (b) maximização dos benefícios fiscais, uma vez que os juros dos empréstimos são dedutíveis; (c) captação privada de recursos, de forma que preserva-se a confidencialidade de informações que teriam que vir a público caso

¹⁹ CAPELLÃO, Laura Maria Nocito. *Parcerias Público-Privadas e Project Finance: Uma Estratégia de Garantia de Investimentos em Infraestrutura no Cenário de Crise Financeira do Brasil*. 2019, 74 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

²⁰ DE MAGALHÃES, Wallison Jackson. *Análise das Garantias no Project Finance*. 2017. 104 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação em Direito) – Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, Universidade FUMEC, Belo Horizonte.

²¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 23, 2004. p. 55.

a captação de recursos se desse por meio de emissão pública de títulos; (d) distribuição de resultados aos acionistas condicionada à obtenção de indicadores favoráveis de sucesso do projeto; e (e) maior eficiência administrativa devido à compartimentalização da administração do projeto.

Outra vantagem do *project finance* é seu alto grau de alavancagem. Por permitir que o projeto seja financiado em grande parte com recursos de terceiros, proporciona-se possibilidade de maior retorno para os acionistas, já que o custo do financiamento é menor que o custo de capital próprio e enseja, ainda, um menor comprometimento de recursos dos acionistas.

Como desvantagem à escolha do *project finance* em detrimento de outras modalidades de concessão de crédito, pode-se citar a complexidade documental e demora na implementação do projeto, a qual pode ser atribuída à longas negociações e a um grande número de contratos que estarão coligados, de forma a envolver todos os agentes parte de um financiamento de projeto. Por isso, a escolha pelo financiamento de projetos em detrimento de outras opções de tomada de crédito pode ser considerada mais custosa.

Para Finnerty²², a distinção principal entre o *project finance* e os demais financiamentos convencionais consiste em, na primeira modalidade, considerar cada projeto ou conjunto de ativos uma entidade jurídica distinta, tendo o financiamento características adotadas especificamente para atender às particularidades de cada caso e de seus respectivos fluxos de caixa. Já nos demais financiamentos, a carteira de ativos é analisada em sua totalidade para avaliar a geração de fluxo de caixa que repagará o crédito obtido.

Nas palavras de Borges²³:

(...) O financiamento tradicional tem o foco no crédito e suas garantias devem proteger o crédito, centrando-se a análise nos instrumentos de crédito. O *project finance*, por sua vez, está centrado no risco e suas garantias devem minimizar os riscos envolvidos. Para isso, a análise deve estudar não só os instrumentos de crédito como o desenvolvimento de todos os passos da operação.

²² FINNERTY, John D. *Project Finance: engenharia financeira baseada em ativos*. 2 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, INC. 2007. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280. dez/2002.

²³ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Project Finance e Infraestrutura: descrição e críticas*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105-121.

Neste ponto já é possível traçar a principal diferença do *project finance* para os financiamentos convencionais, a qual consiste no fato do projeto ser capitaneado por uma entidade jurídica distinta, criada para este fim por sua controladora, que passará a ser chamada de patrocinadora, conforme assevera Luana da Silva Monteiro²⁴. Os ativos do projeto, os contratos a ele relacionados e o fluxo de caixa associados são segregados em grau substancial da entidade patrocinadora. Devido à essa segregação, não é possível, portanto, a análise de histórico prévio dessa instituição para fins de determinação de risco e taxa de retorno apropriada, como ocorre no *corporate finance*, nas palavras de Raphael Andrade Silva²⁵, uma vez que a SPE é criada exclusivamente para a implantação do projeto.

Borges²⁶ explica essa medida pela própria necessidade de segregar o risco e manter como distinta a personalidade jurídica da sociedade controladora que deseja realizar o projeto daquela que de fato será o veículo dos investimentos, cujo objeto social será exclusivamente voltado para a consecução do projeto. Luana da Silva Monteiro²⁷, no mesmo sentido, enfatiza que o racional para a criação de uma entidade separada está no isolamento da responsabilidade do acionista, já que o devedor não será o acionista que patrocina o investimento e sim a própria SPE, que irá assumir e centralizar todas as dívidas e obrigações assumidas pelo empreendimento. Assim, os resultados e receitas do projeto não interferem nos demais empreendimentos do investidor patrocinador e vice versa.

Conforme ensina Egon Bockmann Moreira²⁸, no *project finance*, o financiamento é concedido ao projeto e não à figura do patrocinador. Cria-se, portanto, uma despersonalização da relação contratual – o foco está centralizado no projeto em si, objeto da união contratual entre os parceiros do negócio, importando menos o patrimônio nele imobilizado ou nas pessoas

²⁴ MONTEIRO, Luana da Silva. *As Garantias Contratuais no Âmbito do Financiamento de Projetos*. 2016. 50 p. Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M. em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, São Paulo.

²⁵ SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 52.

²⁶ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Project Finance e Infraestrutura: descrição e críticas*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105-121.

²⁷ MONTEIRO, Luana da Silva. *As Garantias Contratuais no Âmbito do Financiamento de Projetos*. 2016. 50 p. Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M. em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, São Paulo.

²⁸ 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.

jurídicas envolvidas. A SPE será, portanto, a tomadora da dívida e vendedora da produção do projeto, cuja promessa de venda poderá ser dada em garantia.

1.4 Agentes do *project finance*

Além da SPE, que será o veículo específico para recepção dos recursos do financiamento conforme mencionado acima, alguns outros agentes são imprescindíveis para o sucesso do empreendimento. Cada um desses *players* assumirá diferentes direitos, obrigações e riscos por meio de uma rede de contratos, para juntos gerarem resultados positivos para o projeto, garantindo o adimplemento da dívida contratada:

- (a) Patrocinadores (*sponsors*): São os acionistas da SPE, que promoverão o projeto desde sua idealização até sua conclusão e aportarão capital diretamente na SPE sob a forma de *equity* para a consecução desse objetivo. Os patrocinadores têm interesse direto no êxito do projeto, uma vez que sua remuneração será por meio dos dividendos que a SPE irá distribuir. Não obstante, ele ainda poderá ser remunerado por meio da estruturação de uma *fee* em caso de sucesso do empreendimento. Geralmente, os donos do empreendimento também são patrocinadores, uma vez que objetivam, primordialmente, a continuidade ou ampliação de seus negócios. Como são os patrocinadores preliminares da SPE, o *sponsor* arcará com todos os custos pré-operacionais do projeto, desde a própria criação da sociedade receptora de recursos até a entrada em operação do projeto em si.

- (b) Financiadores: O agente financiador é o provedor do capital investido no projeto, papel que usualmente é prestado pelas instituições financeiras, como bancos, agências bilaterais e multilaterais, fundos de pensão, agências de crédito à exportação, fundos de investimento, etc. Devido ao longo prazo de maturação do investimento, isto é, conclusão do projeto e efetiva geração do fluxo de caixa para pagamento do empréstimo tomado, e do alto valor envolvido, o financiador será protegido por uma série de garantias para assegurar o adimplemento pontual das obrigações assumidas pela SPE e seus patrocinadores e do pagamento da dívida contratada (*debt*). As instituições financeiras poderão atuar sozinhas ou em conjunto com outras instituições bancárias, por meio financiamentos sindicalizados (*syndicated loans*), a depender do tamanho da operação do projeto que se pretende viabilizar;

- (c) Construtores e Fornecedores de Equipamentos: São os prestadores de serviço responsáveis pela efetiva construção e fornecimento de equipamentos do projeto, que apenas poderá ser entregue para operação e funcionamento após a finalização das obras e quando já estiver devidamente equipado;
- (d) Agente (*agent*): Após a devida assinatura dos contratos de financiamento e acessórios, será necessário um agente para administrar os fluxos do projeto, controlando a entrada e saída de recursos das diferentes contas abertas especificamente para aquele propósito. Sua função é, essencialmente, monitorar os fluxos de capital captados e gerados pelo projeto e distribuir os recursos da maneira correta.

A depender da estrutura adotada, alguns outros agentes poderão ser observados, como (i) engenheiro independente, responsável por auditar e fiscalizar as obras do projeto, garantindo seu bom funcionamento e sua viabilidade técnica; (ii) poder concedente, nos casos em que o empreendimento consiste em um serviço sob contrato de concessão; (iii) assessores financeiros e jurídicos, que assumirão o papel de instruir os patrocinadores sobre os riscos financeiros e jurídicos envolvidos e na preparação de toda documentação contratual, bem como identificar as fontes de financiamento disponíveis no mercado; e (iv) compradores, contrapartes que se comprometerão em adquirir a produção futura do empreendimento, gerando para a SPE um fluxo de caixa futuro a ser utilizado como objeto de garantia.

Os compradores são considerados vitais à viabilidade do projeto pois são responsáveis pela geração de fluxo de caixa que servirá como principal garantia aos financiadores. Sua preocupação em adquirir uma produção futura pode ser explicada por um desejo em garantir que suas atividades não sofram com escassez de insumo ou com um possível aumento em seu preço. Para melhor visualizar as diferentes interações dos agentes, a Figura 1 abaixo mostra a estrutura de uma operação sob a modalidade de *project finance*.

Essa complexa estrutura tem por finalidade viabilizar a participação de cada um desses agentes bem como uma devida identificação e alocação de riscos de forma otimizada, objetivando uma maior proteção contra os riscos aos quais os participantes e o projeto em si estão sujeitos.

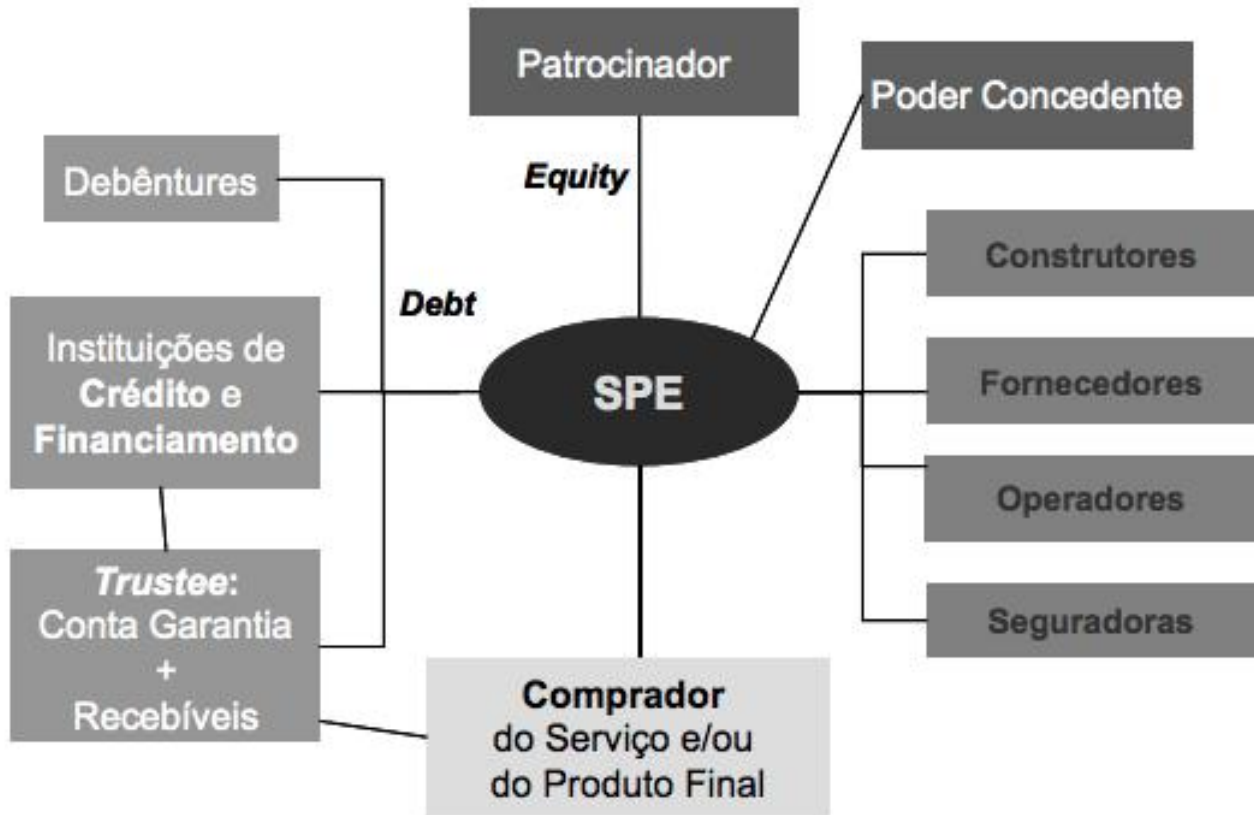


Figura 1: Estrutura básica de um *project finance*

Fonte: O Papel do *Project Finance* no Financiamento de Projetos de Energia Elétrica: Caso da UHE Cana Brava. Viviana Cardoso de Sá e Faria, 2003.

1.5 A segregação de riscos por meio da estruturação de garantias contratuais

Pela própria natureza do negócio, o *project finance* apresenta diversos riscos inerentes à exploração da atividade econômica. Devido aos vultosos valores envolvidos, todos os agentes de um projeto de infraestrutura arcarão em certa medida com riscos expressivos, que poderão afetar diretamente o empreendimento de diferentes maneiras. Além dos riscos inerentes ao *project finance*, tais como riscos de construção, operação e financeiros, há de se falar nos riscos do país.

Os riscos do país estão associados às características econômicas, sociais e geográficas específicas do país no qual o empreendimento está localizado. O cenário brasileiro contribui para o surgimento desses riscos advindos de fatores externos, como conveniência e/ou instabilidade política, de mercado, falhas regulatórias, entre outros. Pode-se falar, portanto, em diversos tipos de risco, conforme exemplificados na Tabela 1 abaixo.

R I S C O S	CONSTRUÇÃO	Contrato de Construção (EPC) e suas implicações: prazos, confiabilidade, desempenho etc.
	OPERAÇÃO	Gerenciamento do projeto, abastecimento de fornecedores, falha nas operações, alavancagem operacional etc.
	MERCADO	Perspectiva de demanda do produto do empreendimento, estimativa de preços estabelecidos em contratos de longo prazo, estrutura de custos competitiva com outros produtores etc.
	POLÍTICO	Situação política do país, reputação do governo, participação de bancos de fomento nacionais etc.
	FINANCEIRO	Taxas de juros, taxas de câmbio, disponibilidade de crédito, taxa interna de retorno do projeto (TIR) etc.
	AMBIENTAIS E DE RESPONSABILIDADE CIVIL	Acidente e saúde, tóxico e ambiental, interrupção dos negócios, responsabilidade civil em decorrência de danos etc.
	REGULATÓRIO	Licenças e autorizações

Tabela 1: Riscos do Projeto

Fonte: CAPELLÃO, Laura Maria Nocito. *Parcerias Público-Privadas e Project Finance: Uma Estratégia de Garantia de Investimentos em Infraestrutura no Cenário de Crise Financeira do Brasil*. 2019, 74 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

Assim, para possibilitar o desenvolvimento do projeto financiado, todos os riscos devem ser identificados para sua mitigação por meio de sua alocação aos diferentes agentes do projeto, conforme enumerados acima. Tal alocação se dará a partir de contratos coligados²⁹, isto é, uma rede de contratos construída com o propósito específico de diluir os riscos do empreendimento a partir da atribuição de responsabilidades para cada parte do projeto.

Rodrigo Xavier Leonardo³⁰ defende que 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.

Para Fernanda Stange Driussi³¹ e Regiane Priscilla Monteiro³², em operações de *project finance* verifica-se a coligação contratual da espécie contratos conexos em sentido estrito, uma

²⁹ CAPELLÃO, Laura Maria Nocito. *Parcerias Público-Privadas e Project Finance: Uma Estratégia de Garantia de Investimentos em Infraestrutura no Cenário de Crise Financeira do Brasil*. 2019, 74 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

³⁰ LEONARDO, Rodrigo Xavier. *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 16 de outubro de 2020.

³¹ DRIUSSI, Fernanda Stange. *Aspectos Jurídicos do Project Finance no Brasil*. 2015, 65 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná, Paraná.

³² GONÇALVES, Regiane Priscilla Monteiro. *A Viabilidade de Utilização dos Project Finance no Brasil*. 2019. Disponível em: <<https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-comercial/a-viabilidade-de-utilizacao-dos-project-finance-no-brasil/>>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

vez que, segundo Rodrigo Xavier Leonardo³³, apresentam “*articulado e estável nexo econômico e causal*”.

Nesta esteira, José Virgílio Lopes Enei³⁴ expõe 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.

Rodrigo Pironti Aguirre de Castro e Rafael Porto Lovato³⁵ enumeram dois elementos basilares dos contratos coligados: (a) a pluralidade de contratos, cujas partes não necessariamente são as mesmas; e (b) o vínculo de dependência, a qual pode ser unilateral ou recíproco. Pode-se falar, também, em multiplicidade de sujeitos, objetos e manifestações.

Utiliza-se, portanto, um conjunto de técnicas de alocação de risco para garantir que nenhum agente se sinta prejudicado em favor de outro, ponderando as diferentes expectativas de retorno dentro do empreendimento financiado. Por meio de cláusulas contratuais de obrigações e responsabilidades, torna-se possível punir aqueles que eventualmente se tornarem inadimplentes com seus compromissos, que deverão ressarcir e reparar os demais pelos prejuízos causados.

Bonomi e Malvessi³⁶ defendem, nesse sentido, que a estrutura do *project finance* é um exercício de engenharia financeira, o qual permite que as partes envolvidas possam realiza-lo assumindo diferentes responsabilidades ou diferentes combinações de risco e retorno, de acordo com suas respectivas preferências. Tal estratégia torna-se especialmente relevante se

³³ LEONARDO, Rodrigo Xavier. *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 16 de outubro de 2020.

³⁴ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 284

³⁵ 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.

³⁶ BONOMI, Claudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

considerarmos tratar-se de uma sociedade recém constituída, sem qualquer histórico de crédito e cujas garantias limitam-se às receitas e bens do empreendimento³⁷.

Devido a essa minuciosa análise de riscos e envolvimento de diversos agentes, o *project finance* se torna uma modalidade de financiamento particularmente cara, por comportar elevados custos de transação³⁸. Necessita-se de uma engenharia jurídica complexa, que exige estudos detalhados e custosos a todos seus participantes e que resulta obrigatoriamente na celebração de diversos contratos. A respeito, Gabriela Figueiredo Dias³⁹, elucida:

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 nexó ou vínculo funcional ou substancial – o projecto – susceptível de influenciar sua disciplina jurídica

Para prever um dimensionamento justo dos riscos, são necessárias garantias para que as projeções de resultados se mostrem verdadeiras. Portanto, com o intuito de mitigar os riscos dados como existentes em determinado empreendimento, a sociedade patrocinadora e a SPE estruturarão o denominado “pacote de garantias” (*security package*).

De acordo com Dulce Corrêa Monteiro Filha e Marcial Pequeno Saboya de Castro⁴⁰, as garantias a podem ser prestadas em três modalidades de empreendimentos: (i) *non recourse*; (ii) *limited recourse*; e (iii) *full recourse*.

A modalidade *full recourse* se trata de um sistema tradicional de garantias concedidas pelos controladores da SPE, que cobrirão a totalidade das obrigações da sociedade tomadora dos recursos. Nesse modelo, os riscos são considerados inerentes ao negócio, de forma que se

³⁷ MONTEIRO, Luana da Silva. *As Garantias Contratuais no Âmbito do Financiamento de Projetos*. 2016. 50 p. Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M. em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, São Paulo.

³⁸ VEIRA, Daniela Calazans. Et al. *Project Finance*. Agência Nacional de Petróleo, 1999.

³⁹ 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.

⁴⁰ MONTEIRO 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.

exige garantias reais e o comprometimento pessoal dos controladores, não havendo, no entanto, controle sobre a governança corporativa da SPE e suas acionistas⁴¹.

Na classificação *non recourse*, por sua vez, as garantias dadas ao financiador são tão somente os ativos do próprio projeto. Portanto, o cálculo a ser feito a respeito do retorno adequado a ser exigido pelo empréstimo concedido pela instituição financeira deverá ser pautado exclusivamente com base na capacidade técnica, operacional e econômico-financeira do projeto em gerar um fluxo de caixa vultoso o suficiente para ser o pagamento dos financiadores⁴². Dessa forma, os credores ficam limitados ao patrimônio da SPE, não sendo possível acionar o de seus acionistas e/ou dos *sponsors* do empreendimento para buscar a satisfação das obrigações contraídas pela sociedade empreendedora⁴³. Tal modalidade é, na prática, pouco adotada uma vez que o “pacote de garantias” exigido pelos patrocinadores será tão maior quanto forem os riscos envolvidos no desenvolvimento do projeto.

Já a terceira estrutura se constitui como um sistema intermediário entre os outros dois modelos, considerado um sistema misto: são concedidas garantias convencionais, mas se permite, também, que os controladores sejam responsabilizados, em certa medida, pelo eventual inadimplemento de uma obrigação. Nessa sistema surge a figura da fiança corporativa e do aval, que podem eventualmente ser exigidos pelos financiadores. Assim, esses sistema misto conta com a responsabilização do patrocinador bem como instrumentos de atenuação de riscos⁴⁴. O sistema de *limited recourse* é o mais adotado pela prática internacional.

Como ensina Dulce Corrêa Monteiro Filha e Marcial Pequeno Saboya de Castro, ainda que o foco principal das garantias sejam no fluxo de caixa do projeto como fonte de pagamento dos empréstimos, os patrocinadores assumem também os riscos *pós-completion*, isto é, aqueles associados ao momento posterior à conclusão das obras do projeto e ao início das atividades de operação normal, por meio da *completion guarantee* (garantia de conclusão do empreendimento) ou uma *performance guarantee* (garantia de que o projeto atingirá o

⁴¹ MONTEIRO 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.

⁴² SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 40.

⁴³ BONOMI, Claudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 90

⁴⁴ MONTEIRO 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.

desempenho operacional previsto). Em âmbito nacional, esse tipo de garantia é, inclusive, exigido pelo BNDES, na estruturação de um *project finance*, escolha justificada pela incipiência do mercado brasileiro para fins de financiamento, de forma que há necessidade de garantias adicionais para sustentação do projeto.

Segue abaixo tabela com as principais estruturas adotadas em um *project finance*, quando à modalidade de estruturação de garantia.

Estruturas de *Project Finance*

(Participação dos Tipos de Estruturas no Total de *Project Finance* Realizado)

TIPOS DE ESTRUTURAS DE <i>PROJECT FINANCE</i>	PARTICIPAÇÃO NO MERCADO (%)
<i>Non Recourse</i>	7
Garantia Referente a Compromissos dos <i>Sponsors</i>	14
Acordo em Caso de Déficit de Caixa	15
Garantia de <i>Pré-Completion</i>	21
Financiamento <i>Full Recourse</i>	21
Mistura de Garantias (<i>Limited Finance</i>)	22
Total	100

Tabela 2: Estruturas de *Project Finance*

Fonte: HOWCROFT, Barry, FADHLEY, Sabah. ***Project finance: a credit strategy based on contractual linkages***. The Service Industries Journal, v. 18, n. 2, p. 90-111, abr. 1998 apud MONTEIRO 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.

Para Eduardo Salomão Neto⁴⁵, as garantias apresentam um papel diferente no *project finance* quando comparadas ao seu emprego tradicional. Neste, o credor preocupa-se em ter garantias prestadas em seu favor para executá-las na quitação da dívida. Já no *project finance*, tal preocupação se torna secundária uma vez que as garantias irão recair sobre ativos do projeto que possuem menor valor se vendidos separadamente quando comparados à dívida contratada.

Sobre o assunto, Fabrizio de Oliveira Sasdelli⁴⁶ ensina:

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

⁴⁵ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 23, 2004, p. 57.

⁴⁶ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 365

válidas e exequíveis sobre as receitas do projeto e, principalmente, com preferência a qualquer credor da sociedade responsável pelo projeto.

Assim, o credor deposita nos ativos do projeto a esperança de pagamento integral da dívida, tendo em vista que esses ativos gerarão o fluxo de caixa necessário para quitação das obrigações pactuadas. A existência das garantias servirá, nesse caso, como poder de barganha aos financiadores, que desejarão que a construção e operação do projeto se concretizem tão logo seja possível.

Por fim, cumpre ressaltar que, a depender do financiador, a estrutura de garantias proposta pode ser mais ou menos rigorosa, considerando as diferentes características daquele que está concedendo o crédito, como instituições financeiras, bancos, agências bilaterais e multilaterais, fundos de pensão, agências de crédito à exportação, fundos de investimento, etc.

2. AS GARANTIAS REAIS E FIDUCIÁRIAS

No âmbito do financiamento de projetos de infraestrutura e construções, regulado principalmente pelo Código Civil, poderão ser outorgadas diferentes garantias, as quais serão listadas e conceitualmente explicadas ao longo desse capítulo.

Tendo em vista que as instituições financeiras não terão acesso ao patrimônio da sociedade patrocinadora, as garantias prestadas pelas SPEs tornam-se de grande importância para estruturação do *project finance*. Para Fabrizio de Oliveira Sasdelli⁴⁷, as garantias assumidas em operações de *project finance* possuem três propósitos principais:

(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.

Financiamentos bancários de longo prazo contam, usualmente, com garantias reais e/ou pessoais. Como o seguro de crédito financeiro e outras modalidades alternativas de garantias ainda não têm ampla utilização no Brasil, limito-me às garantias reais neste trabalho. As garantias reais são aquelas que incidem sobre um bem ou coisa específica e as mais utilizadas, para fins de *project finance*, atualmente, são (i) a hipoteca, (ii) o penhor; (iii) a alienação fiduciária; e a (iv) cessão fiduciária. Esses institutos podem ser divididos em (a) garantias reais tradicionais; e (b) garantias reais fiduciárias.

As garantias pessoais como o aval e a fiança, como será visto abaixo, quando constituídas para fins de um *project finance*, têm o propósito de garantir situações específicas previstas no contrato de financiamento, de forma que seu objeto é mais restrito, motivo pelo qual essas modalidades de garantia não serão objeto deste estudo.

Não obstante, Fabrizio de Oliveira Sasdelli⁴⁸ ressalta dois tipos de fiança mais utilizados: a fiança dos patrocinadores e a fiança bancária. A fiança bancária, assumida por banco diverso daquele que dá o financiamento principal, geralmente “*é prestada com a finalidade viabilizar*

⁴⁷ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 376

⁴⁸ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 375-376

o acesso da SPE a financiamentos por outras instituições financeiras” e, por abrangerem obrigações bastante específicas, não costumam ter validade por mais de um ano.

Já a fiança dos patrocinadores tem escopo ou valor limitado, para cobrir determinados riscos específicos, cuja assunção foi rejeitada pelo financiador do projeto. Por isso, o valor dessa fiança geralmente é inferior ao valor do financiamento total e ela não poderá ser acionada por qualquer inadimplemento por parte da tomadora e sim na hipótese de eventos especificados contratualmente⁴⁹.

Ainda que as garantias reais sejam as mais recorrentes e abrangentes, os financiadores e demais agentes de um empreendimento sempre podem optar também por garantias não tipificadas em nosso ordenamento jurídico. Sobre a utilização de garantias atípicas, principalmente no âmbito do *project finance*, José Virgílio Lopes Enei⁵⁰ entende que:

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

Recentemente, contudo, muitas dessas vem sendo positivadas, como a cessão fiduciária de direitos sobre bens imóveis e direitos creditórios, como será visto mais abaixo neste capítulo. Por se tratar de um movimento relativamente recente entre os legisladores brasileiros, tais garantias ainda são objeto de incertezas, uma vez que elas ainda não puderam ser suficientemente testadas em nossas cortes à luz das respectivas leis que as estabeleceram⁵¹.

Conforme ensina Anna Carolina Paschoal Soares⁵², o ponto central das garantias reais é o bem oferecido ao credor, que poderá ser executado em caso de inadimplemento das obrigações contratadas. Estabelece-se, assim, um privilégio em favor do credor, válido contra terceiros, sobre a propriedade dada em garantia.

⁴⁹ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 375

⁵⁰ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 356

⁵¹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p.354

⁵² SOARES, Anna Carolina Paschoal. *Questões relativas às garantias internacionais no Project Finance*. 2017. 70 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

A diferenciação entre as garantias reais e as garantias pessoais nesse ponto se faz pertinente. Enquanto no aval ou na fiança, garantias fidejussórias por excelência, o avalista ou fiador, conforme o caso, é pessoalmente responsável pela obrigação ou crédito garantido, nas garantias reais, o bem que é responsável pela satisfação desse crédito.

No âmbito do *project finance* e diferente do que ocorre no direito civil, as garantias prestadas têm como princípio a manutenção desses bens e direitos gravados sob posse da sociedade devedora, para que o curso normal do empreendimento e operação sejam mantidos, de forma a produzir as receitas esperadas que também são objeto de garantia e perpetuando a continuidade da SPE⁵³.

2.1 As Garantias Reais Tradicionais

2.1.1 A Hipoteca

A hipoteca é o direito real de garantia que dá ao credor o privilégio sobre o bem hipotecado. O artigo 1.473 e seguintes do Código Civil estabelecem quais podem ser os bens objeto de hipoteca, quais sejam:

- I - os imóveis e os acessórios dos imóveis conjuntamente com eles;
- II - o domínio direto;
- III - o domínio útil;
- IV - as estradas de ferro;
- V - os recursos naturais a que se refere o art. 1.230, independentemente do solo onde se acham;
- VI - os navios;
- VII - as aeronaves.
- VIII - o direito de uso especial para fins de moradia;
- IX - o direito real de uso;
- X - a propriedade superficiária .

Não há, na hipoteca, transmissão de posse ao credor; ao gravar o imóvel, o devedor o mantém sob seu domínio. Trata-se de garantia que abrange todas as acessões, melhoramentos ou construções do imóvel, podendo ser constituída em diversos graus hipotecários, bem como para fins de garantia de dívida futura ou condicionada, desde que determinado o valor máximo

⁵³ MONTEIRO, Luana da Silva. *As Garantias Contratuais no Âmbito do Financiamento de Projetos*. 2016. 50 p. Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M. em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, São Paulo.

do crédito a ser garantido e respeitados primeiro os direitos dos mais antigos credores hipotecários, por ordem de registro da constituição dos graus de hipoteca.

A hipoteca é um contrato formal e sua constituição ocorre, na maioria dos casos, mediante a lavratura, em livro próprio do cartório de Ofício de Notas, de escritura pública devendo ser levada a registro, assim como todo direito real imobiliário, perante o Oficial de Registro Geral de Imóveis (RGI) da comarca em que estiver localizado o bem. Uma vez registrada, a garantia hipotecária subsiste por inteiro até a sua extinção.

Como vantagem desse instituto quando comparado a outros, pode-se citar a possibilidade da execução “porteira fechada”⁵⁴, isto é, de todo um conjunto representado pelo imóvel da unidade produtiva, suas construções e todos os equipamentos e bens necessários ao seu funcionamento, desde que todos esses acrescidos estejam averbados na matrícula do imóvel no RGI competente.

A lei brasileira define que, diferente do penhor e da alienação fiduciária, como será visto mais a frente, a hipoteca somente pode ser executada em juízo, o que acaba por prejudicar a adoção do instituto frente a financiadores estrangeiros, cujos países originais geralmente não apresentam tal restrição. José Virgílio Lopes Enei⁵⁵, a respeito, ensina:

A execução da hipoteca mediante a venda judicial, embora possa ter o aspecto positivo de, sob certa ótica, dar maior proteção ao devedor, adiciona embaraços à execução em bloco dos bens e direitos que compõem o estabelecimento comercial e, sob essa perspectiva, é prejudicial ao financiamento de projetos e seus partícipes.

Há de se falar, ainda, na hipoteca naval, muito utilizada para projetos voltados para exploração de petróleo e gás e que apresenta regramento e características próprias, principalmente no tocante a embarcações. Os direitos reais aplicáveis a embarcações de registro brasileiro são (i) hipoteca naval; ou (ii) alienação fiduciária, sendo a primeira mais utilizada.

Qualquer ônus gravado em embarcações brasileiras deve ser feito por meio de escritura pública preparada e registrada perante o Cartório Marítimo. A assinatura da escritura pública

⁵⁴ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – Instrumento de Garantia em Project Finance*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 5, p. 123-135. Maio – Agosto/ 1999

⁵⁵ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 359.

requer a presença de um representante (responsável ou procurador) das partes relevantes. Após a assinatura da escritura pública, ela deve ser protocolada para registro no Tribunal Marítimo por meio da Capitania dos Portos competente. Uma vez registrada, o gravame confere prioridade perante terceiros, exceto por perante credores cuja preferência está definida por lei.

Embarcações de registro estrangeiro não estão sujeitas à gravames brasileiros. Hipotecas navais são regidas pela lei do país no qual a propriedade da embarcação tem registro, e estão sujeitas às formalidades regidas pelas leis dos respectivos países. Hipotecas navais estrangeiras têm sido reconhecidas como válidas no Brasil pelo Superior Tribunal de Justiça, através do Recurso Especial nº 1705222/SP, votado em 16 de novembro de 2017. Não há, no Brasil, requerimento legal para registro de hipoteca naval para fins de sua validade.

É possível, contudo, que uma embarcação de bandeira brasileira seja objeto de uma hipoteca naval estrangeira. Isso ocorre quando a embarcação tem sua bandeira estrangeira original temporariamente suspensa para registro no Registro Especial Brasileiro (REB), o segundo registro necessário no Brasil. Nesse caso, da mesma forma, não há registro a ser feito perante autoridades brasileiras para fins de validade do gravame. No entanto, pode ser recomendável tomar medidas em prol de sua publicidade (como um acordo direto com o armador, uma averbação perante o Tribunal Marítimo ou inscrição no RTD, dependendo das circunstâncias).

É comum, ainda, que uma embarcação construída no Brasil seja financiada por meio do Fundo da Marinha Mercante (FMM). O FMM é um fundo administrado pelo Ministério dos Transportes, cujo objetivo é financiar o desenvolvimento das atividades da Marinha Mercante no Brasil. Apenas bancos públicos no Brasil podem repassar os recursos do FMM para as companhias, entre eles, o BNDES, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. Em casos de cofinanciamento, esses bancos repassadores podem partilhar a hipoteca com os cofinanciadores.

2.1.2 O Penhor

A garantia do penhor sobre um bem móvel, de acordo com o artigo 1.431 e seguintes do Código Civil, constitui-se pela transferência da posse do bem dado em garantia ao devedor também para garantia do cumprimento de obrigação pecuniária. Nesse caso, na hipótese de

inadimplemento, o credor poderá seguir com a execução judicial da garantia ou a venda amigável se o contrato lhe permitir. A constituição de penhor sobre bens móveis tem como requisito que o contrato seja devidamente levado a registro no Cartório de Títulos e Documentos (RTD).

O Código Civil menciona genericamente como bens empenháveis quaisquer direitos suscetíveis de cessão, incidentes sobre coisas móveis. Assim, pode-se considerar como os bens passíveis de penhor: os títulos nominativos da dívida pública, ainda que não entregues ao credor, desde que registrados; os títulos de crédito pessoais, qualquer que seja a sua natureza; as ações de sociedades anônimas; os créditos garantidos por hipoteca ou penhor; o “warrant” emitido por Companhia de Armazéns Gerais; os conhecimentos de embarque de mercadorias transportadas por terra, mar ou ar; quaisquer documentos representativos de um direito de crédito, desde que passíveis de cessão, entre outros⁵⁶.

Por isso, essa modalidade de garantia é particularmente utilizada no *project finance*, uma vez que pode assumir diversas modalidades, como: (i) penhor industrial e mercantil de ativos; (ii) penhor de recebíveis; (iii) penhor de ações da sociedade de propósito específico e usufruto condicional; e (iv) penhor de conta corrente e contrato de administração de contas, entre outros.

O penhor industrial e mercantil de ativos está regulado pelo Código Civil, nos artigos 1.447 e seguintes. Assim, a garantia poderá ser concedida sobre qualquer máquina, aparelho, material, instrumento, animais, matérias-primas, produtos industrializados, entre outros. Sua formalização poderá se dar mediante instrumento público ou particular, registrado no RGI da circunscrição onde estiverem situadas as coisas empenhadas. Ao empenhar os bens do empreendimento, busca-se, além de garantir o financiamento em caso de inadimplemento das prestações, garantir que esses bens não sejam dados em favor de terceiros.

O penhor de recebíveis, por sua vez, se trata, efetivamente, na entrega, como garantia, das receitas já geradas e aquelas a serem ainda produzidas no âmbito do empreendimento, quando em operação. A respeito, José Virgílio Lopes Enei⁵⁷ ensina que:

⁵⁶ PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 354

⁵⁷ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 364

As receitas empenhadas compreendem, via de regra, não só os créditos já originados – ou seja incorporados definitivamente ao patrimônio da sociedade devedora e, portanto, passíveis de contabilização embora ainda não recebidos – como também os créditos futuros, a serem apropriados à medida que os bens ou serviços de que se original forem prestados no curso normal das atividades da sociedade do projeto.

Cumprе salientar que a constituição dessa garantia depende da ciência dos clientes e contrapartes dos contratos dos quais se originam os recebíveis, que deverão ser notificados por instrumento público ou particular, conforme disciplina o Código Civil em seu artigo 1.453.

Há de se falar, ainda, no penhor que poderá recair sobre as ações de emissão da SPE, de forma que, caso haja o inadimplemento no pagamento das parcelas da dívida e a garantia seja executada, a propriedade de tais ações será transferida por meio de venda em hasta pública ou venda privada, se assim permitido no contrato, nos termos do inciso IV do artigo 1.433 do Código Civil. Assim, dada a transferência, o adquirente das ações passaria a ser o novo acionista da SPE e, portanto, o patrocinador do projeto e proprietário indireto dos ativos do empreendimento⁵⁸. Como será visto a diante no Capítulo III deste trabalho, contudo, tal transferência poderá apresentar restrições.

Quanto ao penhor dos direitos de crédito do devedor no contrato de abertura de conta corrente, este pode ser entendido como garantia complementar ao penhor de recebíveis uma vez que, por meio dele, os direitos relacionados à conta bancária gerida pelo agente, a qual centralizará as receitas do projeto, serão empenhados em favor dos financiadores. Assim, comprometem-se as contrapartes da SPE em realizar os pagamentos devidos por meio de depósito nessa específica conta corrente.

O contrato que regulará este penhor geralmente é acompanhado de um contrato de administração de contas, reforçando, como visto no Capítulo I deste trabalho, a ideia de contratos coligados. O contrato de administração de contas permite que a instituição financeira acompanhe a movimentação dos recursos do projeto, bem como dê ordens de bloqueio e desbloqueio em caso de inadimplemento das obrigações contratadas. Tal vigilância incentiva que a SPE cumpra suas obrigações mais importantes bem como faça uma boa gestão de seus recursos⁵⁹. Da mesma forma como ocorre para devida constituição do penhor de recebíveis, os

⁵⁸ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 366

⁵⁹ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 373

devedores dos direitos creditórios dos quais decorrem as despesas deverão ser notificados. Ainda, o contrato, para se tornar oponível perante terceiros, deverá ser registrado no RTD.

A principal desvantagem na utilização do penhor como garantia está ligada à natureza ou valor dos bens penhorados, como depreciação, remoção, transporte, obsolescência, etc⁶⁰.

2.2 As Garantias Reais Fiduciárias

2.2.1 A Alienação Fiduciária

Por fim, nos termos do artigo 1.361 do Código Civil, artigo 66-B, §3º, da Lei do Mercado de Capitais, e disposições legais do Decreto-Lei nº 911/69, a alienação fiduciária constitui-se pela transferência da propriedade de um bem móvel do devedor ao credor para garantir o cumprimento de uma obrigação pecuniária. Da mesma forma, em geral a alienação fiduciária também tem como requisito de constituição e validade o registro do contrato no cartório competente ou demais registros específicos previstos em legislação especial. Na hipótese de inadimplemento da obrigação pecuniária, é possível ao credor consolidar a propriedade sobre o bem dado em garantia e realizar sua alienação para terceiros, a fim de se obter recursos para pagamento da dívida.

Luciano Benetti Timm⁶¹ conceitua o instituto conforme abaixo:

A alienação fiduciária em garantia, como já explicamos em outra oportunidade, consiste, basicamente, na constituição – com escopo de garantia – de uma propriedade fiduciária sobre uma coisa (móvel ou imóvel) adquirida pelo devedor (denominado “fiduciante”) e financiada por instituição financeira (denominada fiduciário) através da qual esta passa a ser considerada pela lei como proprietária (a “propriedade fiduciária”), temporária e condicionalmente (enquanto perdurar o débito), ficando o devedor fiduciante na posse direta e na fruição do bem, cujo domínio lhe será automaticamente consolidado na hipótese de quitação do débito (caráter “resolúvel”), através da resolução da propriedade que se encontrava atribuída ao credor fiduciário, ou com o inadimplemento contratual, caso em que se consolida a propriedade em nome do credor fiduciário.

O instituto da alienação fiduciária se mostra particularmente interessante no cenário de falência da sociedade empreendedora, quando comparado à hipoteca e ao penhor. Isso ocorre,

⁶⁰ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – Instrumento de Garantia em Project Finance*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 5, p. 123-135. Maio – Agosto/ 1999

⁶¹ TIMM, Luciano Benetti. *Alienação Fiduciária em Garantia no Project Finance no Brasil*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 51/2011. p. 131-156. Janeiro – Março/ 2011

em breve síntese e como será amplamente explicado no Capítulo III deste trabalho, porque os bens garantidos por alienação fiduciária não se sujeitam ao procedimento falimentar, por força do parágrafo terceiro do artigo 49 da Lei de Falências. Além disso, enquanto nas garantias como a hipoteca, o devedor retém o bem, apenas gravando-o para garantia de uma obrigação, na propriedade fiduciária o devedor transmite a propriedade, que será passada ao credor na hipótese de inadimplemento das obrigações garantidas.

Assim, como opção de substituição ao penhor, os direitos creditórios, equipamentos e ações da SPE poderão ser dadas em garantia em favor dos financiadores por meio de alienação fiduciária.

A alienação fiduciária possui a vantagem de apresentar como possibilidade a excussão extrajudicial do bem, na forma do artigo 27 da Lei nº 9.514/97, garantindo maior liquidez às instituições financeiras que desejam executar aquela garantia para satisfazer seu crédito. Assim, permite-se a excussão da garantia por simples busca e apreensão. Via de regra, a execução da hipoteca e do penhor deve ser processada por meio de ação judicial, geralmente uma ação ordinária, que pode levar de dois a cinco anos para que sua sentença transite em julgado⁶², tornando o processo muito mais custoso e demorado. A partir dessa sentença, pode ser necessário ainda ingressar com uma ação de execução, seguida pela avaliação dos bens, para que sejam levados à hasta pública ou leilão.

O Código de Processo Civil, prevê, nesses casos, duas hipóteses para a expropriação do bem do devedor: (i) adjudicação; e (ii) alienação do imóvel a terceiros, seja por iniciativa particular ou em leilão judicial eletrônico ou presencial.

Na hipótese de eventual inadimplemento do devedor fiduciante, todo o processo de excussão da garantia fiduciária ocorre de forma mais célere se comparada à hipoteca, uma vez que a agilidade e a facilidade da execução da garantia fiduciária são garantidas por conta de um procedimento extrajudicial regulado em lei. O Código Civil prevê que quando executada a hipoteca, e o produto não for suficiente para pagamento da dívida principal e despesas judiciais, continuará o devedor obrigado pessoalmente pelo restante.

⁶² BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – Instrumento de Garantia em Project Finance*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 5, p. 123-135. Maio – Agosto/ 1999

Uma vez que o devedor fiduciante seja constituído em mora, e prevalecendo a dívida sem a purgação da mora, é facultado ao credor fiduciário, mediante o recolhimento dos impostos devidos, requerer ao RGI a averbação de consolidação da propriedade do imóvel. Nesse momento, restará extinto o direito real de aquisição do imóvel pelo devedor fiduciante e a natureza jurídica do direito real imobiliário do credor fiduciário será transmutada de uma “propriedade fiduciária” para a “propriedade plena” do imóvel, ainda que afetada pela obrigação de realização posterior de dois leilões públicos de venda do bem.

No primeiro leilão, o imóvel será ofertado pelo valor de avaliação (de mercado) que as partes tiverem, livremente, estabelecido, no contrato de alienação fiduciária. No segundo leilão, o imóvel será vendido pelo valor total remanescente e atualizado da dívida garantida, acrescido dos encargos financeiros e demais despesas incorridas e previstas, contratualmente. Nesse ponto é importante destacar que se o valor do lance ofertado por terceiro interessado no segundo leilão não for suficiente para quitar a totalidade da dívida garantida, ou mesmo se não houver licitantes interessados, a Lei 9.514/97 prevê a extinção automática da dívida garantida – sem distinção de tratamento entre alienação fiduciária de imóveis comerciais de alienação fiduciária de residenciais, ficando o credor fiduciário, a partir de então, definitivamente, com o bem imóvel alienado fiduciariamente para si e obrigando-se a outorgar a devida quitação ao devedor fiduciante.

Uma forma de mitigar a extinção automática da dívida é a inclusão, no contrato de alienação fiduciária do imóvel, de cláusula que estipule o percentual da dívida que será garantida por cada matrícula alienada fiduciariamente.

A escolha entre os dois tipos de garantia deve ser sempre analisada de acordo com cada caso concreto, uma vez que a depender das circunstâncias e aspectos específicos de cada operação uma das opções de garantia poderá se mostrar mais vantajosa em termos de sua constituição e para fins de eventual excussão.

2.2.2 A Cessão Fiduciária

A cessão fiduciária em garantia é a transferência, limitada e resolúvel, do devedor fiduciante ao credor fiduciário, do domínio e posse direta, mediante a tradição efetivo, de

direitos creditórios presentes ou futuros decorrentes de contratos ou títulos de crédito. Em grande parte, a cessão fiduciária em muito se assemelha à alienação fiduciária.

Conforme ensina Melhim Namem Chalhub⁶³:

A cessão fiduciária e a alienação fiduciária são institutos similares, exercendo a mesma função de garantia do crédito e alicerçando-se nos mesmos fundamentos; enquanto na alienação, o objeto do contrato é um bem (móvel ou imóvel), na cessão o objeto é um direito creditório; em ambas, a transmissão do domínio fiduciário ou da titularidade fiduciária subsiste enquanto perdurar a dívida garantida”²⁸, razão pela qual o tratamento legal da cessão fiduciária de recebíveis em garantia de empréstimos e financiamentos bancários deve seguir e orientar-se pelos princípios do negócio fiduciário em garantia de bens móveis e imóveis, aplicando-se-lhe as Leis nºs 4.728, de 1965, com a redação dada pela Lei nº 10.931, de 2004; 4.864, de 1965, e 9.514, de 1997, além do Decreto-Lei nº 911, de 1969.

(...)

Por esse contrato, o tomador de um financiamento transfere seus direitos de crédito à instituição financiadora, que os adquire, como cessionária fiduciária. Essa transferência de titularidade não se faz em caráter pleno e definitivo, mas, tendo escopo de garantia, tem caráter limitado quanto ao conteúdo dos direitos transmitidos ao titular e, também, caráter temporário – serve a cessão somente para que o cessionário-fiduciário receba recursos para satisfazer seu crédito e perdura somente enquanto perdurar esse crédito.

Não há previsão expressa, no Código Civil, a respeito desse instituto, de forma que se aplicam a ele as regras definidas em lei especial e, suplementarmente, as regras gerais atribuídas à alienação fiduciária, naquilo que não for contrário à legislação especial. Por meio da cessão fiduciária dá-se em garantia, em regra, um direito de crédito delimitado, mas pode ser apresentada, no âmbito do *project finance*, com o escopo de ceder fiduciariamente uma posição contratual.

Há menção ao instituto da cessão fiduciária na Lei nº 9.514/97, conforme alterada, que dispõe entre outros, sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, com a finalidade de promover o financiamento imobiliário em geral, bem como estabelecer as garantias que poderão ser utilizadas para a consecução desse fim. Seu artigo 18 estabelece que:

Art. 18. O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, e conterá, além de outros elementos, os seguintes:

I - o total da dívida ou sua estimativa;

⁶³ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*, 4.ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 373

II - o local, a data e a forma de pagamento;

III - a taxa de juros;

IV - a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária.

A partir da vigência da Lei nº 10.931/2004, que alterou a Lei nº 4.728/65, passou a ser permitido no ordenamento jurídico brasileiro a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis ou de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e a indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor e se consolidam na pessoa do credor fiduciário⁶⁴.

Sobre a excussão dessa garantia, Daniela Bessona Barbosa Moreira e Cristina Brandão ensinam⁶⁵:

A posse dos títulos representativos dos créditos cedidos é transferida ao credor fiduciário, providos, por isso, de ação possessória para recuperá-los de qualquer detentor, ou mesmo contra o próprio devedor fiduciante (art. 19, I da Lei 9.514). As importâncias assim recebidas pelo credor fiduciário, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas em favor do devedor fiduciante, até a liquidação da dívida e seus encargos. O credor fiduciário responsabiliza-se, perante o devedor fiduciante, como depositário, pelo que receberá além do que este lhe devia (art. 19, § 1.º da Lei 9.514). [...] Se as importâncias recebidas pelo credor fiduciário dos devedores não forem suficientes para o pagamento integral da dívida e seus encargos (e despesas de cobrança e administração), o devedor fiduciante continuará obrigado pelo saldo remanescente, nas condições originalmente convencionadas (art. 19, § 2.º da Lei 9.514).

Há de se falar da cessão fiduciária também no âmbito da Lei das Concessões, uma vez que ela prevê, em seu artigo 28-A a possibilidade, com o objetivo de garantir contratos de mútuo de longo prazo, por meio da cessão fiduciária, por parte das concessionárias, de parcela de seus créditos operacionais futuros, desde que observados determinados requisitos. São eles:

- i. o contrato de cessão dos créditos deverá ser registrado em RTD para ter eficácia perante terceiros;

⁶⁴ LOBO, Arthur Mendes; SANTOS, Evaristo Aragão. *A Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios sofre os Efeitos da Falência ou da Recuperação Judicial*. IOB de Direito Civil e Processual Civil, Porto Alegre : Síntese, v.9, n.54, jul./ago. 2008, p. 134-145 apud ANTUNES, Felipe Martins. *A Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios em Garantia no Processo de Recuperação Judicial: Uma Análise Jurisprudencial da Trava Bancária*, outubro 2013. p. 3

⁶⁵ MOREIRA, Daniela Bessone Barbosa; BRANDÃO, Cristina. *Garantias Contratuais*. Rio de Janeiro: Editora FGV, p. 35.

- ii. sem prejuízo do disposto no item “i” acima, a cessão do crédito não terá eficácia em relação ao Poder Público concedente senão quando for este formalmente notificado;
- iii. os créditos futuros cedidos nos termos deste artigo serão constituídos sob a titularidade do mutuante, independentemente de qualquer formalidade adicional;
- iv. o mutuante poderá indicar instituição financeira para efetuar a cobrança e receber os pagamentos dos créditos cedidos ou permitir que a concessionária o faça, na qualidade de representante e depositária;
- v. na hipótese de ter sido indicada instituição financeira, conforme previsto no item “iv” acima, fica a concessionária obrigada a apresentar a essa os créditos para cobrança;
- vi. os pagamentos dos créditos cedidos deverão ser depositados pela concessionária ou pela instituição encarregada da cobrança em conta corrente bancária vinculada ao contrato de mútuo;
- vii. a instituição financeira depositária deverá transferir os valores recebidos ao mutuante à medida que as obrigações do contrato de mútuo tornarem-se exigíveis;
- viii. e
- viii. o contrato de cessão disporá sobre a devolução à concessionária dos recursos excedentes, sendo vedada a retenção do saldo após o adimplemento integral do contrato.

Cumprido salientar, contudo, que esta cessão é permitida desde que com o objetivo de garantir contratos de mútuo de longo prazo, destinados a investimentos relacionados ao próprio contrato de concessão. A partir da introdução desse dispositivo pela Lei 11.196/05, foi permitido que concessionárias de serviços públicos passassem a utilizar seus recebíveis como garantia em financiamentos.

A respeito da cessão fiduciária de crédito, Fabio Ulhoa Coelho⁶⁶ ensina:

O direito ao crédito cedido passa, em outros termos, a integrar o patrimônio da instituição financeira, como objeto de propriedade resolúvel. Se ocorrer o adimplemento da obrigação garantida pela cessão fiduciária, essa propriedade se resolve e o direito objeto da cessão fiduciária deixa de integrar o patrimônio da instituição financeira para retornar ao do antigo mutuário. Mas, se não ocorre o adimplemento da obrigação, a propriedade se consolida e o mesmo direito que

⁶⁶ COELHO, Fabio Ulhoa. *A Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito ou Direitos Creditórios e a Recuperação Judicial do Devedor Cedente*. Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil, Porto Alegre, v. 7, n. 37, p.14-27.

integrava condicionalmente o patrimônio da instituição financeira passa a integrá-lo incondicionalmente (isto é, consolida-se a propriedade sobre ele).

Ainda que tal possibilidade tenha sido prevista em lei apenas a partir de 2005, a prática já era consagrada na jurisprudência, conforme entendimento de José Virgílio Lopes Enei⁶⁷:

Embora os arts. 1361 e seguintes do Código Civil somente aludem à constituição de propriedade fiduciária em garantia sobre coisa móvel e não sobre direito, e não obstante a Lei nº 9.514/97 (assim como o art. 51 da Lei nº 10.931/2004) só se refletir à cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, o art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/65, com redação que lhe foi dada pela Lei nº 10.931/2004, acabou por admitir a cessão fiduciária em garantia de direitos sobre bens móveis. Aliás, a jurisprudência já vinha reconhecendo a validade desses negócios judiciais antes mesmo de lei autorizadora.

⁶⁷ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público-privadas, leverage buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p.381

3. RISCOS E FRAGILIDADES AO CREDOR

As garantias reais e, em particular, as garantias fiduciárias, conforme visto no Capítulo II deste trabalho, parecem opções seguras para assegurar o pagamento do financiamento tomado para viabilizar grandes empreendimentos. Contudo, como será demonstrado abaixo, há, na prática, diversas questões que se apresentam desde a constituição de uma garantia fiduciária até sua execução, que constituem obstáculos para que o credor tenha assegurado seu direito de satisfação do crédito tomado pela SPE. Ainda, serão apresentadas questões referentes também as garantias reais tradicionais, devido à relevância da matéria.

Assim, este Capítulo tratará de analisar alguns dos fenômenos jurídicos que ocorrem com as garantias reais, sejam eles decorrentes de lei ou de entendimento jurisprudencial, quais sejam: (i) necessidade de autorização prévia de órgão regulador para constituição de garantia; (ii) riscos na constituição da alienação fiduciária; (iii) questões atreladas à execução da alienação fiduciária de ações; e (v) compartilhamento da garantia fiduciária de imóveis.

Adicionalmente, analisar-se-á brevemente a possibilidade de constituição de garantias fiduciária sobre bens imóveis em favor de estrangeiros, instituída recentemente pela Lei do Agronegócio.

3.1 Necessidade de autorização por órgão regulador

No âmbito de operações de financiamento, cumpre salientar que, a depender do tipo de setor, há necessidade de obtenção de autorização prévia, pela companhia concessionária, do órgão regulador para a constituição de garantias, tais como (i) cessão fiduciária de recebíveis; (ii) oneração de bens e outros direitos decorrentes da concessão (*e.g.* indenização por término da concessão); (iii) garantias sobre ações que possam resultar em transferência de controle da concessionária; e (iv) possibilidade de assunção do controle ou da administração temporária para promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços.

Observa-se que, no caso da ANEEL, não há necessidade de autorização prévia da agência reguladora para a constituição de garantias, graças à edição da Resolução Normativa nº 766/17, de forma que cabe exclusivamente às sociedades detentoras das concessões realizar todas as

ações necessárias para a contratação e observar as regras postas pela norma vigente, restando à ANEEL a execução do controle *a posteriori*. O regulamento anterior, Resolução Normativa nº 532/13, impunha a obrigação de submeter a constituição da garantia ao crivo prévio da ANEEL. Contudo, mantém-se a regra da exigência de anuência prévia da ANEEL para a transferência de controle da concessionária. Assim, na excussão da garantia do penhor ou da alienação fiduciária das ações da concessionária, a transferência das referidas ações que representam o controle só poderá ser realizada mediante anuência prévia da agência.

3.2 Efeitos da recuperação judicial e falência sobre as garantias reais de penhor, hipoteca e alienação fiduciária

Os créditos constituídos com garantia de penhor e hipoteca sobre os ativos da SPE serão considerados na recuperação judicial como créditos detentores de garantia real e, portanto, estarão sujeitos ao processo de recuperação judicial, nos termos do artigo 49 da Lei de Falências, na classe II, sendo pagos nos termos do plano de recuperação judicial a ser apresentado pelo devedor.

Em contrapartida, em relação à alienação fiduciária, o artigo 49 da Lei de Falências, em seu §3º, prevê expressamente que os contratos que possuem esse tipo de garantia não se submetem à recuperação judicial, conforme transcrito abaixo:

Art. 49. Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos.

(...)

§ 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretatibilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

Assim, o crédito relativo à garantia fiduciária poderá ser buscado por medidas judiciais ou extrajudiciais satisfativas fora do procedimento da recuperação judicial.

De qualquer maneira, é importante ressaltar que no caso de alienação fiduciária de bens de capital essenciais à atividade empresarial do devedor, a venda ou a retirada dos referidos bens deve respeitar o prazo improrrogável de 180 (cento e oitenta) dias de suspensão, contados do deferimento do processamento da recuperação, restabelecendo-se, após o decurso do prazo, o direito dos credores de iniciar ou continuar suas ações e execuções, independentemente de pronunciamento judicial, como prevê o §4º do artigo 6º da Lei de Falências.

Quanto à falência, temos que a alienação fiduciária também não submete o crédito respectivo garantido ao procedimento, podendo o credor fiduciário, nos termos do artigo 7º do Decreto-Lei 911/69, apresentar pedido de restituição de bens, para recebimento do bem, dessa forma, o crédito não é listado na ordem de pagamento da falência (artigo 83 da Lei de Falências).

Na falência, a alienação fiduciária se mostra mais eficiente à proteção do crédito do que o crédito detentor de garantia real tradicional, que deve ser listado conforme ordem de preferência legal de acordo com o artigo 83 da Lei de Falências e serem satisfeitos conforme rateio do produto da arrecadação de bens.

A respeito das vantagens da alienação fiduciária quando comparadas ao penhor, Nelson Eizirik⁶⁸ ensina:

A alienação fiduciária em garantia, comparativamente ao penhor de ações, tem sido, na prática, mais utilizada. No penhor, o credor pignoratício tem (i) um direito real sobre coisa alheia; (ii) o direito de excutir a coisa empenhada e preferir, no pagamento, a outros credores; e (iii) a faculdade de buscar o bem gravado da mão de quem quer que ele esteja para satisfação de seu crédito. Os bens empenhados continuam no patrimônio do devedor e sujeitam-se, portanto, aos efeitos da recuperação judicial de empresas. Na alienação fiduciária em garantia, o devedor transmite ao credor a propriedade resolúvel do bem, tendo ele, portanto, direito real sobre coisa própria. O bem dado em garantia é excluído do patrimônio do devedor e inserido no patrimônio do credor, embora com as restrições próprias à natureza fiduciária da transmissão. O credor fiduciário, por adquirir a propriedade do bem (ainda que resolúvel e vinculada a uma determinada finalidade), fica imune contra eventuais riscos patrimoniais do devedor, mesmo no caso de sua insolvência, falência ou recuperação judicial.

A constituição das garantias e a sua sujeição à recuperação judicial e a falência, no entanto, têm sido alvo de discussões nos Tribunais do Brasil uma vez que há condições

⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume I, Artigos 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 255-256

específicas que poderão inviabilizar a eficácia da garantia para os efeitos do processo de recuperação judicial e da falência.

O primeiro ponto a ser mencionado é a questão da constituição da garantia, mediante o atendimento aos requisitos trazidos pelo Código Civil, quais sejam, o bem objeto da garantia ser bem móvel infungível, devidamente especificado e a garantia ser registrada no cartório competente. Caso esses critérios não sejam atendidos, podem determinar a ineficácia da garantia e, posteriormente, a sua sujeição aos efeitos da recuperação judicial ou à falência, conforme entendimento do Tribunal de Justiça de São Paulo⁶⁹.

Agravo de instrumento. Crédito habilitado na recuperação judicial da agravada. Impugnação à habilitação. Crédito das agravantes que não se sujeitam aos efeitos da recuperação. Inteligência do art. 49, §3º da Lei 11.101/05. Irrelevância de não deterem autorização de funcionamento no mercado financeiro nacional, o que, em tese, afastaria a garantia concedida, nos termos do art. 66-B da Lei n. 4.728/65. Garantia que preenche os requisitos da propriedade fiduciária estabelecida no CC/02. Inteligência do art. 1.361 do CC. Requisitos preenchidos. Alienação fiduciária, que era restrita às instituições financeiras, foi estendida, em parte, às relações privadas com o advento do CC/02, sem maiores exigências no tocante à qualificação do credor fiduciário. Decisão reformada. Ressalva do Des. Revisor que considerava prejudicada a questão referente à possibilidade de instituições financeiras estrangeiras emprestarem no Brasil e constituírem alienação fiduciária em garantia com base na LMC. Recurso de agravo de instrumento provido e recurso de agravo regimental prejudicado.

Outro ponto a ser levantado é em relação à fungibilidade do bem e a discussão sobre a possibilidade de constituição de garantia fiduciária sobre bem fungível, que seria permitida apenas às instituições financeiras (artigo 66-B, §3º da Lei do Mercado de Capitais).

PROCESSO CIVIL. RECURSO ESPECIAL. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA CELEBRADA ENTRE PESSOA JURÍDICA E PESSOA NATURAL. REGIME JURÍDICO DO CÓDIGO CIVIL. BUSCA E APREENSÃO DE BEM MÓVEL PREVISTA NO DECRETO-LEI N. 911/1969, COM REDAÇÃO DADA PELA LEI N. 10.931/2004. **ILEGITIMIDADE ATIVA AD CAUSAM.**

1. Há regime jurídico dúplice a disciplinar a propriedade fiduciária de bens **móveis**: (i) o preconizado pelo Código Civil (arts. 1.361 a 1.368), que se refere a bens móveis infungíveis, quando o credor fiduciário for pessoa natural ou jurídica; e (ii) o estabelecido no art. 66-B da Lei n. 4.728/1965 (acrescentado pela Lei n. 10.931/2004) e no Decreto-Lei n. 911/1969, relativo a bens móveis fungíveis e infungíveis, quando o credor fiduciário for instituição financeira.

2. A medida de busca e apreensão prevista no Decreto-Lei n. 911/1969 consubstancia processo autônomo, de caráter satisfativo e de cognição sumária, que ostenta rito célere e específico com vistas à concessão de maiores garantias aos credores, estimulando, assim, o crédito e o fortalecimento do mercado produtivo. (grifo nosso)

⁶⁹ TJSP. Agravo Regimental Cível 2078905-92.2017.8.26.0000; Rel. Des. Hamid Bdine; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; j. 04/10/2017; Data de Registro: 05/10/2017.

3. O art. 8º-A do referido Decreto, incluído pela Lei n. 10.931/2004, determina que tal procedimento judicial especial aplique-se exclusivamente às seguintes hipóteses: (i) operações do mercado financeiro e de capitais; e (ii) garantia de débitos fiscais ou previdenciários. Em outras palavras, é vedada a utilização do rito processual da busca e apreensão, tal qual disciplinado pelo Decreto-Lei n. 911/1969, ao credor fiduciário que não revista a condição de instituição financeira *lato sensu* ou de pessoa jurídica de direito público titular de créditos fiscais e previdenciários.

4. No caso concreto, verifica-se do instrumento contratual (fl. 12) a inexistência de entidade financeira como agente financiador. Outrossim, a recorrente intentou a presente demanda em nome próprio pleiteando direito próprio, o que aponta inequivocamente para a sua ilegitimidade ativa para o aforamento da demanda de busca e apreensão prevista no Decreto-Lei n. 911/1969.

5. Recurso especial não provido. (grifo nosso)

Ainda em relação à fungibilidade do bem a ser dado em garantia, no mesmo julgado, o Superior Tribunal de Justiça entendeu, no entanto, que o bem poderá ser considerado infungível por convenção das partes, que poderão individualizar o bem por ocasião da celebração do contrato de alienação fiduciária e, portanto, tornar o bem objeto da garantia de fungível para infungível.

4. De início, no tocante ao **objeto** da alienação fiduciária, penso ser interessante a distinção entre bens fungíveis e infungíveis, de modo a evitar eventual dúvida quanto ao enquadramento do caso concreto na respectiva lei de regência.

Como se sabe, bens fungíveis são aqueles que podem ser substituídos por outros do mesmo gênero, qualidade e quantidade; enquanto os bens infungíveis são aqueles insuscetíveis de substituição, dada sua individualização e especificidade.

Notadamente, a infungibilidade - diversamente da fungibilidade - pode ser objeto de convenção das partes, que podem, assim, individualizar o bem por ocasião da celebração do contrato de compra e venda - quer pela exteriorização de marcas, sinais ou número de série, quer por alguma outra forma vislumbrada pelo credor -, em cujo interesse se dá a medida.

Em outras palavras, a infungibilidade de um bem é fruto de sua individualização.

(...)

Assim, no caso concreto, a afetação de geladeira, aparelho de TV e fogão a gás - indicados como bens objeto do contrato de compra e venda/alienação fiduciária celebrado entre as partes (fl. 35) -, tem o condão de torná-los bens infungíveis, passíveis de enquadramento, em linha de princípio, tanto no regime jurídico do Código Civil quanto no do Decreto-Lei n. 911/1969. (grifo nosso)

Outro risco relevante a ser levantado na constituição da garantia fiduciária na hipótese de recuperação judicial é a individualização dos bens objeto da garantia em atendimento ao princípio da especificidade trazida no artigo 1.362 do Código Civil. Nesse ponto, vemos a necessidade de uma listagem com a especificação dos bens a serem dados em garantia de

alienação/cessão fiduciária, conforme julgados abaixo do Supremo Tribunal de Justiça⁷⁰ e do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo⁷¹, respectivamente.

Recuperação Judicial. Decisão que determinou que o banco agravante se abstenha de realizar qualquer amortização para satisfazer seu crédito, ordenando a liberação da quantia já bloqueada na conta da agravada, sob pena de multa diária. Irresignação. Cédula de crédito bancário garantidas por cessão fiduciária de títulos de crédito (duplicatas). Contrato registrado no cartório de títulos e documentos em data posterior à do pedido de recuperação judicial. Irrelevância. Desnecessidade do registro prévio para a constituição da garantia fiduciária. Garantia que nasce no momento da celebração do contrato. Registro que somente garante publicidade ao instrumento, tornando-o oponível a terceiros. **Ausência, contudo, da especificação da garantia. Inobservância do art. 1.362, IV do Código Civil, do artigo 66-B da Lei nº 4.728/1965 e do artigo 18 da Lei nº 9.514/1997.** Precedentes. Crédito sujeito à recuperação judicial. Ilegalidade das retenções realizadas durante o período suspensivo ("stay period"). Inadmissibilidade de imposição de multa diária (astreintes) para o cumprimento de obrigação de pagar, a tanto equivalente a obrigação de restituir quantia certa. Precedentes. Agravo parcialmente provido, revogado o efeito suspensivo, prejudicado o agravo interno.

Recuperação judicial. Travas bancárias. Retenção de valores por banco credor a partir da conta corrente da recuperanda. Diversos contratos com garantias alegadamente fiduciárias. **Ausência de constituição regular, todavia, no tocante a negócio em que prevista a cessão de recebíveis consistentes em créditos futuros da empresa, fruto de vendas ou serviços a serem realizados. Garantia fiduciária que pressupõe adequada individualização de seu objeto no instrumento constitutivo. Créditos nem sequer formados na data do negócio. Inteligência do art. 1.362, IV, do Código Civil, art. 18, IV, da Lei nº 9.514/97, e art. 66-B, § 4º, da Lei nº 4.728/65 (acrescido pela Lei nº 10.931/2004).** Precedentes deste TJSP. Recente decisão proferida pelo C. STJ, com o reconhecimento da indefinição da questão. Manutenção, ao menos por ora, da posição outrora consolidada por este Tribunal, no sentido de que necessária a precisa identificação dos bens objeto da garantia fiduciária. Crédito relativo ao contrato nº 435.501.626, portanto, sujeito aos efeitos da recuperação judicial. Retenções indevidas. (...) Agravo de instrumento do banco parcialmente provido. (grifo nosso)

3.3 Execução da alienação fiduciária de ações e questões decorrentes

Como mencionado anteriormente, a alienação fiduciária de ações importa, efetivamente, na transmissão da propriedade em caráter resolúvel ao fiduciário. Cumpre analisar alguns pontos no âmbito da alienação fiduciária de ações referentes (i) ao exercício do direito de voto pelo acionista fiduciário; (ii) à hipótese de execução dessa garantia; e (iii) à possibilidade de assunção do controle por meio da propriedade resolúvel (*step-in*).

⁷⁰ STJ. Recurso Especial nº 1.101.375 - RS (2008/0240416-2); Rel. Min. Luis Felipe Salomão; Órgão Julgador: Quarta Turma; j. 04/06/2013; Data de Registro: 01/07/2013.

⁷¹ TJSP. Agravo de Instrumento nº 2208658-05.2017.8.26.0000; Rel. Des. Maurício Pessoa; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; j. 21/05/2018; Data de Registro: 22/05/2018.

O parágrafo único do artigo 113 da Lei das Sociedades por Ações define que o credor garantido por alienação fiduciária de ações não poderá exercer o direito de voto, ao passo que o devedor só poderá exercê-lo nos termos do contrato.

A respeito, Paulo Restiffe Neto e Paulo Sérgio Restiffe⁷², nesse sentido, sustentam que, apesar da limitação ao devedor fiduciário do direito de voto estabelecida no artigo 113 da Lei das Sociedades por Ações, o credor fiduciário não tem direito aos frutos civis das ações, entre eles, o direito de voto, nos termos abaixo:

a alienação fiduciária sobre ações, **enquanto pendente como garantia do adimplemento**, não transfere ao credor-fiduciário o direito aos frutos civis das ações, nem, reciprocamente, os prejuízos ou responsabilidades próprias de acionista perante a companhia, terceiros ou fisco. O credor fiduciário só poderá auferir, total ou parcialmente, as vantagens perseguidas pela companhia se isso fizer parte do negócio ou se constituída pelo devedor cessão parcial complementar de direitos, com fins análogos aos da anticrese, em seu favor.

Nelson Eizirik⁷³ busca delimitar as matérias que podem ser objeto de deliberação por fiduciante e fiduciário, afirmando que as partes ficam restritas às questões que poderão modificar o estado patrimonial ou institucional da companhia, como dividendos, objeto social, reestruturação societária, etc.; bem como matérias relativas à alienação e/ou oneração de patrimônio social e aquisição de bens ou realização de investimentos cujo valor possa pôr em risco a situação financeira da companhia..

Vale, portanto, o que as partes estabeleçam no contrato a respeito da delimitação do exercício de voto, sempre tendo em mente que as limitações devem existir para proteger direta e indiretamente a garantia, dentro do contexto da boa-fé contratual e sua função social.

No caso de um contrato omissivo a respeito do tema, há divergência na doutrina. Contudo, grande parte considera que o direito de voto do acionista fiduciante advém da própria lei e não do contrato, de modo que no silêncio, o acionista fiduciante poderá exercer livremente o voto, desde que dentro dos limites da boa-fé e da função social.

⁷² NETO, Paulo Restiffe. RESTIFFE, Paulo Sérgio. *A Alienação Fiduciária em Garantia e a Lei de Sociedades Anônimas – Lei 6.404, de 15.12.1976*. Revista dos Tribunais, vol. 764/1999. Junho – 1999. p. 60-74

⁷³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume I, Artigos 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 643

Caso o devedor fiduciante não cumpra a obrigação principal pactuada, o credor fiduciário poderá executar a garantia, alienando as ações judicial ou extrajudicialmente, o que pode vir a acarretar uma transferência de controle acionário da companhia em questão.

A Lei das Sociedades por Ações não estabelece normas específicas para excussão da alienação fiduciária de ações. Dessa forma, utilizam-se as regras gerais existentes a respeito da alienação fiduciária para determinar o procedimento cabível. Observando o disposto na Lei do Mercado de Capitais, verifica-se que há abertura expressa para que as partes deliberem em contrato a respeito do procedimento de venda das ações.

Mediante a excussão da alienação fiduciária, a propriedade das ações se consolidará plenamente na figura do credor fiduciário. Ressalta-se, no entanto, que devido à vedação ao pacto comissório (artigos 1.364 e 1.365 do Código Civil), o credor deverá vender as ações, conforme procedimento exemplificado acima.

Há discussão, ainda, se o credor poderá exercer livremente os direitos políticos e econômicos decorrentes das ações após o vencimento da dívida e consolidação da propriedade em seu favor.

Caso não seja do interesse do credor obter a propriedade plena das ações, mas apenas a excussão dessa garantia e a posterior venda a terceiros, recomenda-se que seja prevista no contrato de alienação fiduciária, cláusula que determine que o devedor fiduciante permanecerá exercendo seu direito de voto, desde que segundo instruções e autorizado pelo credor fiduciário para deliberação de qualquer matéria.

Em casos de excussão de ações de companhia detentora da concessão, Eduardo Salomão Neto⁷⁴ assevera que a transferência da titularidade das ações dessa companhia, tipicamente a sociedade dona do projeto, está sujeita à autorização prévia do Poder Público, em consonância com o artigo 27 da Lei de Concessões.

⁷⁴ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 23, 2004. p. 55.

Salomão⁷⁵ assevera, ainda, que “a garantia poderá ser executada validamente, mesmo na falta de aprovação do poder concedente: a concessão, entretanto, caducará, destruindo ativo valioso da sociedade cujas ações ou quotas são objeto da garantia e, portanto, prejudicando indiretamente o valor das ações ou quotas.”

O artigo 27-A da Lei de Concessões dispõe:

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.

De forma mais específica, a Lei de Concessões assegura a possibilidade de o poder concedente autorizar os financiadores e/ou os garantidores com quem não mantenha vínculo societário direto, em cenário de descumprimento do contrato de financiamento principal, assumirem o controle acionário da concessionária devedora, mediante a transferência da propriedade resolúvel das ações de emissão da concessionária, conforme disposto no parágrafo 3º, do artigo 27-A, da Lei de Concessões.

O *step-in* pode ser considerado como uma relativização do artigo 113 da Lei das Sociedades por Ações mencionado acima, isto é, em hipóteses de grave inadimplemento, o financiador do projeto poderá intervir no controle da SPE, desde que tal intervenção esteja prevista contratualmente. Fabricio de Oliveira Sasdelli⁷⁶ entende que tal mecanismo é extremamente eficiente no que se trata de saneamento do empreendimento, uma vez que visa a garantir a sua geração de receitas.

Para Regiane Priscilla Monteiro Gonçalves⁷⁷, a possibilidade do *step-in right* nada mais é do que uma garantia adicional detida pelos financiadores, uma vez que permite aos financiadores ingressarem na administração da SPE em casos em que a sociedade apresente fragilidade financeira por descumprimento contratual associado a risco de inadimplemento.

⁷⁵ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 23, 2004, p. 55.

⁷⁶ SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 368

⁷⁷ GONÇALVES, Regiane Priscilla Monteiro. *A Viabilidade de Utilização dos Project Finance no Brasil*. 2019. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-comercial/a-viabilidade-de-utilizacao-dos-project-finance-no-brasil/>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

Ainda, devido à expressa vedação ao pacto comissório em nosso ordenamento jurídico conforme mencionado acima, a assunção do controle somente é permitida se exercida com o objetivo único de preservar e preparar o empreendimento para a excussão de garantia, judicial ou extrajudicialmente, conforme o caso.

Para evitar quaisquer problemas quanto à afronta ao artigo 113, a Lei nº 13.097/15, que alterou a Lei de Concessões, estabeleceu que, na ocorrência e durante a ocorrência de qualquer evento de vencimento antecipado, os credores terão direito de (i) requerer a destituição de todos ou de qualquer um dos membros da administração da concessionária e/ou (ii) aprovar, prévia e expressamente, a nomeação de novos membros da administração que venham a ser eleitos pelas sociedades patrocinadoras. Referido dispositivo permite que os credores exerçam uma influência na administração da concessionária, porém sem confundir-se no papel de acionista.

Em ambas modalidades (assunção do controle ou administração temporária), o *step-in rights* tem a estrita finalidade de permitir que os financiadores e/ou os garantidores, conforme o caso, definam, de forma temporária, as principais diretrizes estratégicas da companhia interferida, incluindo, mas não se limitando, eventual reestruturação financeira, de forma a assegurar o cumprimento das obrigações com terceiros e com o poder concedente, bem como a continuidade da prestação dos serviços.

O *step-in* costuma ser instrumentalizado mediante a outorga ao financiador da alienação fiduciária sobre as ações da sociedade financiada, cumulado com o usufruto condicional sobre as mesmas ações alienadas, a saber, um usufruto sujeito à condição suspensiva, que é justamente o inadimplemento da sociedade perante o financiador, seguido de uma notificação do financiador optando pela efetivação de tal mecanismo.

Tendo em vista que grande parte dos projetos estão sujeitos a concessões, é necessária também a autorização do respectivo Poder Público concedente caso a excussão da garantia implique (i) transferência de controle; ou (ii) alteração de titularidade da autorização, conforme mencionado acima.

É importante ressaltar, ainda, que tão somente o instrumento de constituição de direitos sobre as ações celebrado entre as partes não é suficiente. Perante a companhia e terceiros, os

direitos e ônus somente têm eficácia se averbados nos livros próprios de registro da companhia. Isto porque, se não for efetuada a competente averbação, consideram-se as ações livres e desembaraçadas.

3.4 Compartilhamento da garantia fiduciária de imóveis

A Medida Provisória nº 922, de 16 de julho de 2020, alterou as Leis nº 13.476/17, 6.015/73 e 13.097/15, para autorizar o devedor fiduciante, com a anuência do credor fiduciário, a utilizar o mesmo bem imóvel já alienado fiduciariamente como garantia de novas e autônomas operações de crédito de qualquer natureza, em favor do mesmo credor fiduciário da operação original, desde que contratada no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

A finalidade da Medida Provisória nº 992/20 é, segundo o Banco Central do Brasil, a de ampliar o acesso ao crédito de até R\$ 60 bilhões, instituindo a possibilidade de que um imóvel já financiado possa ser usado como garantia em novo empréstimo bancário.

A partir da constituição do compartilhamento da alienação fiduciária, a eventual liquidação antecipada de qualquer uma das operações de crédito garantidas pelo mesmo imóvel, original ou derivadas, não obrigará o devedor fiduciante a liquidar as demais operações em crédito, permanecendo vigentes as condições e prazos nelas convencionados. Em outras palavras, não há de se falar no mecanismo de *cross-default* entre essas operações que compartilham a mesma garantia.

Na hipótese de liquidação de quaisquer das operações de crédito garantidas por meio da alienação fiduciária, caberá (i) ao credor expedir o termo de quitação exclusivamente à operação de crédito liquidada; e (ii) ao oficial do registro de imóveis competente fazer a averbação na matrícula do imóvel.

Por outro lado, caso ocorra o inadimplemento e ausência de purgação da mora por parte do devedor fiduciante, em qualquer das operações de crédito garantidas pela alienação fiduciária, o credor fiduciário, (i) poderá considerar vencidas antecipadamente todas as demais operações de crédito contratadas no âmbito do compartilhamento da alienação fiduciária, situação em que será exigível a totalidade da dívida para todos os efeitos legais; e (ii) promoverá os procedimentos legais para a consolidação da propriedade em seu nome e a

realização dos dois públicos leilões para a alienação do imóvel a terceiros interessados, nos termos da Lei 9.514/97.

Além disso, a Medida Provisória nº 992/20 também afastou das operações garantidas pelo compartilhamento da alienação fiduciária de imóvel a quitação legal automática da dívida garantida em caso de resultado negativo nos dois leilões legais do imóvel, nos termos do Parágrafo 5º do artigo 27 da Lei nº 9.514/97, hipótese em que o credor fiduciário poderá seguir cobrando do devedor fiduciante o eventual saldo remanescente das dívidas contratadas e compartilhadas, exceto quando uma ou mais operações de crédito garantidas tenham natureza de financiamento imobiliário habitacional contratado por pessoa física.

Por fim, observa-se que o legislador adotou o princípio da concentração de atos de matrícula do imóvel dado em garantia em favor do credor fiduciário para as novas operações de compartilhamento da mesma alienação fiduciária, nos termos da Lei 13.097/15, pelo qual os negócios que tenham por fim constituir, transferir ou modificar direitos reais sobre imóveis são sempre eficazes em relação a atos anteriores, inclusive para fins de evicção, nas hipóteses em que não tenham sido registradas ou averbadas, anteriormente, na matrícula do imóvel: (i) citação de ações reais ou pessoais reipersecutórias; (ii) constrição judicial, do ajuizamento de ação de execução ou de fase de cumprimento de sentença; (iii) restrição administrativa ou convencional ao gozo de direitos registrados, de indisponibilidade ou de outros ônus; e (iv) existência de outro tipo de ação cujos resultados ou responsabilidade patrimonial possam reduzir seu proprietário à insolvência, ressalvados os casos de falência e de usucapião.

Atualmente, a Medida Provisória 992/20 aguarda apreciação e a conversão em lei pelo Congresso Nacional, podendo haver alterações e emendas ao seu conteúdo original.

3.5 Restrições para Estrangeiros e a Nova Lei do Agronegócio

Até a promulgação da Lei do Agronegócio, de 7 de abril de 2020, toda pessoa jurídica estrangeira autorizada a funcionar no Brasil ou pessoa jurídica brasileira a ela equiparada, nos termos explicados abaixo, que pretendesse adquirir e/ou arrendar imóveis rurais, direta ou indiretamente, deveria submeter, previamente, seu pedido ao Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (INCRA). Apesar das antigas restrições tratarem de aquisições ou arrendamentos promovidos em imóveis rurais por pessoa jurídica estrangeira autorizada a

funcionar no Brasil ou pessoa jurídica brasileira a ela equiparada, havia um impacto na constituição de garantias reais imobiliárias.

No caso da hipoteca, era possível ao credor estrangeiro, ou empresa brasileira com controle estrangeiro, realizar a lavratura e registro de escritura pública de hipoteca de imóvel rural, desde que este não exercesse a adjudicação do imóvel rural em seu nome, em caso de excussão da garantia, devendo o imóvel ser leiloado a terceiros obrigatoriamente. A adjudicação, no caso, ficava prejudicada uma vez que pressupunha a troca de titularidade de propriedade do imóvel rural em favor do credor, o que exigiria a prévia anuência do INCRA.

Na mesma linha, considerando a transferência de propriedade fiduciária e resolúvel do imóvel ao credor fiduciário, alguns Oficiais de Registro de Imóveis poderiam exigir a prévia anuência do INCRA para o registro da alienação fiduciária. Em caso de excussão da garantia fiduciária, haveria necessidade de prévia anuência do INCRA para a simples averbação de consolidação da propriedade no patrimônio do credor, antes mesmo da realização dos 2 (dois) leilões públicos do imóvel, nos termos da Lei 9.514/97, o que tornaria a garantia fiduciária inexecutável ao credor estrangeiro (ou credor brasileiro com controle estrangeiro).

As restrições legais também eram aplicáveis às pessoas jurídicas brasileiras equiparadas às estrangeiras. A equiparação era considerada quando a empresa brasileira, incluindo instituições financeiras, fosse: (i) constituída segundo as leis brasileiras, com sede no Brasil; e (ii) que possuísse participação majoritária, a qualquer título, de capital estrangeiro, desde que os sócios pessoas naturais ou jurídicas estrangeiras residam ou tenham sede no exterior, ou que sua participação acionária lhes assegure o poder de conduzir as deliberações da assembleia geral, de eleger a maioria dos administradores, de dirigir as atividades sociais e de orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A Lei do Agronegócio, assim, alterou as Leis 5.709/1971 e 6.634/1979 para prever a possibilidade de constituição de garantias reais em favor de empresas estrangeiras bem como em favor das pessoas jurídicas brasileiras equiparadas às estrangeiras.

A positivação de tal possibilidade é de suma importância, visto que, até então, existiam diversos entraves impostos pela legislação brasileira à aquisição de propriedade rural por pessoa jurídica estrangeira, discussão que já foi alvo de controvérsia jurisprudencial⁷⁸.

Com a Lei do Agronegócio, deverá haver um aumento relevante no número de operações financeiras, entre elas empréstimos sob o molde do *project finance*, voltadas para a consecução de projetos voltados para o desenvolvimento do agronegócio, uma vez que um dos obstáculos antes enfrentados por credores estrangeiros foi agora sobreposto.

O financiador estrangeiro, que até então tinha acesso apenas à garantia hipotecária, tem, desde abril de 2020, a possibilidade de acessar a propriedade fiduciária do proprietário de imóvel rural. Espera-se, portanto, que os financiamentos fiquem mais acessíveis uma vez que poderão contar com essa garantia adicional.

⁷⁸ TJSP. Agravo Regimental Cível 2078905-92.2017.8.26.0000; Rel. Des. Hamid Bdine; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; j. 04/10/2017; Data de Registro: 05/10/2017.

CONCLUSÃO

O presente trabalho destinou-se, em primeiro momento, à análise dos aspectos jurídicos do *project finance*, buscando traçar suas principais características e a adoção de sua prática dentro do cenário brasileiro.

Conforme demonstrado no Capítulo I deste trabalho, o *project finance* consiste em um sofisticado sistema de concessão de crédito para viabilização de grandes projetos, os quais são essencialmente voltados para o setor de infraestrutura. Recentemente, por conta da diversificada matriz energética brasileira bem como pelo desenvolvimento e construção de empreendimentos voltados para fontes sustentáveis de energia, observa-se um crescimento exponencial nesse setor, como construção de parques eólicos e solares.

Ainda que não haja, em legislação pátria, posituação extensa sobre a matéria, o *project finance* se consolida, principalmente, pela prática empresarial e pode ser considerado fruto da crescente complexidade das operações econômicas, que se traduz, essencialmente, pela complexa rede de contratos necessários para o financiamento de um projeto⁷⁹. Evidenciou-se, ainda, a função essencial exercida pela SPE, uma vez que é a entidade responsável pela separação patrimonial de seus acionistas e quem efetivamente irá executar o projeto pretendido.

Surge, dentro desse contexto, a necessidade de celebrar contratos de garantia para trazer conforto aos credores de determinada operação, que, devido à complexidade do projeto, deverão fazer aportes vultuosos para viabilizar o empreendimento. Assim, a coligação contratual surge como solução para alocação dos riscos do projeto entre os diferentes agentes que fazem parte de um *project finance*.

No *project finance*, especificamente, busca-se por garantias que não só poderão ser executadas em caso de grave inadimplemento pela sociedade tomadora do empréstimo, a SPE, como também deverão garantir a continuidade do empreendimento e a geração de receitas, de forma que a sociedade devedora permanece na posse desses bens até a integral quitação de suas

⁷⁹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project finance: financiamento com foco em empreendimentos*. São Paulo: Saraiva, 2007, pág.423 apud SOARES, Anna Carolina Paschoal. *Questões relativas às garantias internacionais no Project Finance*. 2017. 70 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro

obrigações perante as instituições financeiras credoras, quando haverá a liberação dessas garantias.

Em nosso arcabouço jurídico, os institutos que mais se adequam as necessidades dos credores e devedores de um *project finance* são aqueles das garantias reais e, mais especificamente, as garantias fiduciárias.

Por mais que esses sejam institutos, em grande parte, positivados e seguros, há diversos entraves práticos enfrentadas pelos agentes do empreendimento. Conforme demonstrado no Capítulo III deste trabalho, há questões que sequer foram pacificadas na jurisprudência e outras que, pelo caráter recente de sua implementação e adoção em negociações brasileiras, ainda não foram testadas de forma suficiente.

O presente trabalho teve como objetivo, portanto, apresentar essencialmente o instituto do *project finance*, conceituar as garantias prestadas para garantir as obrigações assumidas pela SPE e elencar alguns dos entraves enfrentados na prática por credores.

Assim, tentou-se identificar a origem e possíveis soluções para os problemas apresentados bem como pesquisar as principais vantagens e riscos de cada um dos institutos conceituados, quais sejam, hipoteca, penhor, cessão fiduciária e alienação fiduciária.

Os riscos apresentados estão essencialmente relacionados aos efeitos do registro do contrato perante os órgãos competentes bem como à correta conceituação e individualização da garantia prestada. Ainda, deve-se considerar os efeitos da possível recuperação judicial ou falência da sociedade empreendedora.

Nesse sentido, entende-se que a garantia mais adequada a ser prestada no *project finance* é a alienação fiduciária por apresentar diversas vantagens quando comparada aos demais institutos, conforme foi demonstrado ao longo desse trabalho. Não obstante, há de se reconhecer que tal garantia ainda poderá sofrer questionamentos judiciais e de agências reguladoras.

Ressalta-se, portanto, que nenhuma alternativa confere segurança integral ao credor uma vez que cada uma, dentro de suas particularidades específicas, podem apresentar fragilidades.

Para evitar qualquer tipo de obstáculo, seja na constituição ou execução dessas garantias, é necessário buscar por um alto grau de precisão contratual, para que esse contrato contemple de forma clara e efetiva a vontade e particularidades das partes. Assim, poder-se-á evitar contradições e litígios quando do surgimento de qualquer questão decorrente do contrato.

Observa-se, dessa forma, a relevância do tema, uma vez que a adoção do *project finance* é cada vez mais expressiva por todo território nacional, principalmente ao longo das últimas décadas, cuja aplicação implica, na prática, em uma série de questões jurídicas que demandam estudo e conhecimento prático e teórico para sua solução.

REFERÊNCIAS

- Advanced project financing: structuring risks*, 2ª ed., London: Euromoney Institutional Investor, 2014, pp. 1-2. apud SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.
- BLANK, F. *Teoria de opções reais em project finance e parceria público-privada: Uma aplicação em concessões rodoviárias*. 2008. 200 p. Tese de Mestrado em Engenharia Industrial - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- BONE, Rosemarie Broker. *O Brasil no caminho do project finance*. Indic Econ FEE, Porto Alegre, v. 29, nº 2, p. 156-179, ago. 2001.
- BONOMI, Claudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – Instrumento de Garantia em Project Finance*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 5, p. 123-135. Maio – Agosto/ 1999.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-estrutura no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, nº 18, p. 241-280, dez. 2002.
- CAPELLÃO, Laura Maria Nocito. *Parcerias Público-Privadas e Project Finance: Uma Estratégia de Garantia de Investimentos em Infraestrutura no Cenário de Crise Financeira do Brasil*. 2019, 74 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.
- CARVALHO, André Castro; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e. *Introdução ao Project Finance. Manual de Project Finance no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*, 4.ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- COELHO, Fabio Ulhoa. *A Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito ou Direitos Creditórios e a Recuperação Judicial do Devedor Cedente*. Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil, Porto Alegre, v. 7, n. 37, p.14-27.
- DE MAGALHÃES, Wallison Jackson. *Análise das Garantias no Project Finance*. 2017. 104 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação em Direito) – Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, Universidade FUMEC, Belo Horizonte.
- 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.

DRIUSSI, Fernanda Stange. *Aspectos Jurídicos do Project Finance no Brasil*. 2015, 65 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná, Paraná.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume I, Artigos 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

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

FINNERTY, John D. *Project Finance: engenharia financeira baseada em ativos*. 2 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, INC. 2007. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280. dez/2002.

GONÇALVES, Regiane Priscilla Monteiro. *A Viabilidade de Utilização dos Project Finance no Brasil*. 2019. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-comercial/a-viabilidade-de-utilizacao-dos-project-finance-no-brasil/>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

KHAN, Kabir F. PARRA, R. J. *Financing large projects using project finance techniques and practices*. Singapore: Prentice Hall, 2003. p. 40 apud SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Os contratos coligados*. In: BRANDELLI, Leonardo. Estudos em homenagem à Professora Vera Maria Jacob de Fradera. Porto Alegre: Lejus, 2013. Disponível em: < <http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/e.pdf>>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

LOBO, Arthur Mendes; SANTOS, Evaristo Aragão. *A Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios sofre os Efeitos da Falência ou da Recuperação Judicial*. IOB de Direito Civil e Processual Civil, Porto Alegre : Síntese, v.9, n.54, jul./ago. 2008, p. 134-145 apud ANTUNES, Felipe Martins. *A Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios em Garantia no Processo de Recuperação Judicial: Uma Análise Jurisprudencial da Trava Bancária*, outubro 2013.

MONTEIRO, Luana da Silva. *As Garantias Contratuais no Âmbito do Financiamento de Projetos*. 2016. 50 p. Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M. em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa - INSPER, São Paulo.

MONTEIRO 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.

MOREIRA, Daniela Bessone Barbosa; BRANDÃO, Cristina. *Garantias Contratuais*. Rio de Janeiro: Editora FGV.

NETO, Paulo Restiffe. RESTIFFE, Paulo Sérgio. *A Alienação Fiduciária em Garantia e a Lei de Sociedades Anônimas – Lei 6.404, de 15.12.1976*. Revista dos Tribunais, vol. 764/1999. Junho – 1999. p. 60-74.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Financiamento de Projetos com Recursos Internacionais (Project Finance)*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 23, 2004

SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

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

SILVA, Raphael Andrade. *Estruturas contratuais em Project Finance*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

SOARES, Anna Carolina Paschoal. *Questões relativas às garantias internacionais no Project Finance*. 2017. 70 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

SOUZA, Pierangela Rodrigues de. *O papel do agente financeiro no investimento ao Project Finance no Brasil*. 2014. 36 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-Graduação em Engenharia de Produção) – Instituto A Vez do Mestre, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro.

TIMM, Luciano Benetti. *Alienação Fiduciária em Garantia no Project Finance no Brasil*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 51/2011. p. 131-156. Janeiro – Março/ 2011

VEIRA, Daniela Calazans. Et al. *Project Finance*. Agência Nacional de Petróleo, 1999.