



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

MILLA ROCHA DA COSTA

***PROJECT FINANCE:*
UMA ANÁLISE SOBRE A PRÁTICA INTERNACIONAL E BRASILEIRA
ATRAVÉS DA PERSPECTIVA JURÍDICA.**

Rio de Janeiro

2022

MILLA ROCHA DA COSTA

PROJECT FINANCE:
**uma análise sobre a prática internacional e brasileira através da perspectiva
jurídica**

Monografia apresentada à Faculdade Nacional de
Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito parcial à obtenção do grau em
Bacharel em Direito. **Orientadora: Prof. Dra.
Carolina Azevedo Pizoeiro Geromilich.**

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

RC837p Rocha da Costa, Milla
PROJECT FINANCE: UMA ANÁLISE SOBRE A PRÁTICA
INTERNACIONAL E BRASILEIRA ATRAVÉS DA PERSPECTIVA
JURÍDICA. / Milla Rocha da Costa. -- Rio de
Janeiro, 2022.
52 f.

Orientadora: Carolina Azevedo Pizoeiro
Gerolimich.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. PROJECT FINANCE. 2. DIREITO INTERNACIONAL. 3.
INFRAESTRUTURA. I. Azevedo Pizoeiro Gerolimich,
Carolina, orient. II. Título.

MILLA ROCHA DA COSTA

PROJECT FINANCE:
**uma análise sobre a prática internacional e brasileira através da perspectiva
jurídica**

Monografia apresentada à Faculdade Nacional de
Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito parcial à obtenção do grau em
Bacharel em Direito. **Orientadora: Prof. Dra.
Carolina Azevedo Pizoeiro Geromilich.**

Data da Aprovação: ___/___/___.

Banca Examinadora:

Prof. Dra. Carolina Azevedo Pizoeiro Geromilich- Orientadora

Membro da Banca Professor Dr. Alberto Lopes da Rosa

Rio de Janeiro

2022

ATA DE APRESENTAÇÃO DE MONOGRAFIA DE CONCLUSÃO DE CURSO

DATA DA APRESENTAÇÃO: _____ / _____ / _____

Na data supramencionada, a BANCA EXAMINADORA integrada pelos (as)
professores (as):

Professor Dr. Alberto Lopes da Rosa

Reuniu-se para examinar a MONOGRAFIA do discente: Milla Rocha da Costa

DRE _____,

INTITULADA: *Project Finance*: uma análise sobre a prática internacional e brasileira através da perspectiva jurídica.

APÓS A EXPOSIÇÃO DO TRABALHO DE MONOGRAFIA PELO (A) DISCENTE, ARGUIÇÃO DOS MEMBROS DA BANCA E DELIBERAÇÃO SIGILOSA, FORAM ATRIBUÍDAS AS SEGUINTE NOTAS POR EXAMINADOR (A):

	Respeito à Forma (Até 2,0)	Apresentação Oral (Até 2,0)	Conteúdo (Até 5,0)	Atualidade e Relevância (Até 1,0)	TOTAL
Prof. Orientador(a)					
Prof. Membro 01					
Prof. Membro 02					
Prof. Membro 03					

MÉDIA

FINAL: _____

PROF. ORIENTADOR: Prof. Dra. Carolina Azevedo Pizoeiro Geromilich. NOTA: _____

PROF. MEMBRO 01: _____ NOTA: _____

PROF. MEMBRO 02: _____ NOTA: _____

PROF. MEMBRO 03: _____ NOTA: _____

MÉDIA FINAL*: _____

*O trabalho recebe indicação para o PRÊMIO SAN TIAGO DANTAS? (Se a média final for 10,0 dez)

() SIM () NÃO

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por ter me amparado e direcionado para que eu chegasse até aqui, vencendo os dias mais difíceis ao longo do curso.

Ao meu Pai, Cláudio Alberto, que apesar de não ter conseguido presenciar esse momento fisicamente, foi diretamente responsável para minha formação como ser humano e principal incentivador dos meus estudos. Muitas foram às vezes em que se deixou em segundo plano para garantir que eu tivesse um futuro confortável e pudesse me dedicar à minha formação. Obrigada por tudo, pai.

À minha mãe, Elimartha, minha fiel companheira de rotina, exemplo de força feminina, que diariamente se preocupa comigo, e divide todas as aflições e alegrias. Todos os dias me mantém motivada e confiante. Sem o seu apoio eu não teria chegado até aqui.

Às minhas avós, Lúcia e Odília, que são referências de mulheres fortes para mim, e que sempre possuem uma palavra de carinho e conforto para me oferecer. Obrigada, por todo acolhimento e incentivo.

Aos meus avôs, Newton e Osmar, que também não tiveram a oportunidade de me verem crescer, mas foram responsáveis por momentos muito felizes na infância e contribuíram para minha formação como indivíduo.

Aos meus tios, tias, primas e primos que sempre torceram genuinamente para minha felicidade e sucesso, estiveram presentes nos momentos árduos e celebraram minhas vitórias como se fossem as suas.

Aos meus amigos de toda vida, que me incentivaram em épocas duras, comemoraram os meus dias felizes e acreditaram no meu potencial.

Aos meus colegas de trabalho atuais e antigos, que me inspiraram profissionalmente a seguir na área de Energia e Infraestrutura.

À minha companheira de curso, Ana Flávia, uma pessoa na qual encontrei uma amizade sincera e que pude compartilhar muitos momentos de angústia, reflexões sobre o futuro, alegrias e muitos trabalhos em dupla.

Aos meus amigos da Faculdade Nacional de Direito, em especial o grupo BDR e turma do noturno 2016.2, que foram sinônimos de parceria e companheirismo durante toda a graduação.

À minha orientadora, Carolina Pizoeiro, que sempre esteve disponível para me auxiliar não somente na elaboração deste trabalho, mas também como conselheira de vida e carreira com muito carinho e atenção.

Às intuições públicas de ensino que estudei, Colégio Pedro II e CEFET, responsáveis por grande parte da minha formação de valores, crenças e ideais.

Por fim, à Faculdade Nacional de Direito, não só pelo privilégio de ter concluído minha graduação numa renomada universidade pública, afinal isso é muito pequeno perto de tudo o que vivi nessa instituição. Foram verdadeiras aulas sobre vida, respeito e humanidade. Aprendi não só leis e teorias, mas sim o verdadeiro papel do direito na sociedade. Como dizem os poetas: “Existe uma paixão que vem de lá do Centro, um sentimento que para vida eu vou levar”.

FND, obrigada por tudo!

RESUMO

COSTA, Milla Rocha da. **PROJECT FINANCE: uma análise sobre a prática internacional e brasileira através da perspectiva jurídica**, 52 p. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Faculdade Nacional de Direito – Universidade Federal do Rio de Janeiro – FND/UFRJ.

O presente trabalho tem a finalidade de realizar uma análise comparativa entre o modelo de financiamento de grandes projetos, nomeado como *Project Finance*, adotado no âmbito internacional e no Brasil sob os aspectos prático e jurídico. De forma inicial será apresentado os aspectos gerais inerentes a configuração desse tipo de financiamento, no segundo capítulo será demonstrada criação do *Project Finance* no campo Internacional e suas principais características e aplicabilidade, no terceiro capítulo será contextualizado o surgimento do modelo no Brasil e sua utilidade, e por fim será analisada as principais diferenças e semelhanças sob a perspectiva prática e jurídica.

PALAVRAS CHAVE: *Project Finance*. Direito Internacional. Contratos. Parcerias Público Privada. Energia. Infraestrutura. Projetos. Sociedade de propósito específico.

ABSTRACT

COSTA, Milla Rocha da. *PROJECT FINANCE*: an analysis of international and brazilian practice through the legal perspective, 52 p. 2022. Course Completion Work. National Law School - Federal University of Rio de Janeiro - FND/UFRJ.

The present work aims to carry out a comparative analysis between the financing model for large projects, named project finance, adopted internationally and in Brazil from the practical and legal aspects. Initially, the general aspects inherent to the configuration of this type of financing will be presented, in the second chapter the creation of project finance in the international field and its main characteristics and applicability will be demonstrated, in the third chapter the emergence of the model in Brazil and its usefulness will be contextualized, and finally, the main differences and similarities will be analyzed from a practical and legal perspective.

KEYWORDS: Project finance. International Law. Contracts. Public Private Partnerships. Energy. Infrastructure. Special Purpose Vehicle.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Participação regional da Global Infrastructure Investment (2007-2040)	17
Gráfico 2. Global Project finance Review.	27

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABIDIB	Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICS	Grupo econômico composto por cinco países: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
EPC	Engineering, Procurement and Construction
ESA	Equity Support Agreement
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
PND	Programa Nacional de Desestatização
PPA	Power Purchase Agreements
PPI	Programa de Parcerias de Investimentos
PPP	Parceria(s) Público-Privada(s)
SPE	Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

Capítulo 1

INFRAESTRUTURA	15
1.1 CONCEITO	15
1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL E NO MUNDO.....	16
1.3 INFRAESTRUTURA NO DIREITO INTERNACIONAL E NO DIREITO BRASILEIRO	18
1.4 FINANCIAMENTO E PARCERIAS PÚBLICAS PRIVADAS.....	19

Capítulo 2

PROJECT FINANCE – PRÁTICA INTERNACIONAL	22
2.1 INTRODUÇÃO HISTÓRICA	22
2.2 CONCEITO	23
2.3 CORPORATE FINANCE X PROJECT FINANCE	24
2.4 SPE – SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO E O PROJECT FINANCE	25
2.4.1 Step in right, golden share e financiadores.....	28
2.5 ESTRUTURA DO <i>PROJECT FINANCE</i>	30
2.5.1 Principais atores	30
2.5.2 Estrutura Contratual	33
2.5.3 Vantagens e Desvantagens.....	39

Capítulo 3

PROJECT FINANCE NO BRASIL	40
3.1 INTRODUÇÃO HISTÓRICA	40
3.2 PRÁTICA DO PROJECT FINANCE NO BRASIL.....	42
3.3 ANÁLISE COMPARATIVA	44
CONCLUSÃO	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

INTRODUÇÃO

O dicionário define infraestrutura como um “Conjunto de serviços de base indispensáveis em uma cidade ou sociedade, tais como o abastecimento e a distribuição de água, gás e energia elétrica, rede telefônica, serviços básicos de saneamento, de transporte público”¹. Assim, compreende-se que o investimento em infraestrutura é um dos fatores fundamentais para o crescimento socioeconômico de um país, ocupando cerca de 2,3 % a 8,3% em média do PIB dos países².

Esses investimentos não só atuam diretamente na economia do Estado relacionados, contudo, promovem o bem-estar social da população, geram novos empregos, e conseqüentemente amenizam a desigualdades sociais presentes nas sociedades capitalistas. No Brasil, os investimentos em infraestrutura auxiliam no cumprimento de algumas finalidades e direitos fundamentais expressos na Carta Constitucional de 1988, como, por exemplo, o princípio da dignidade da pessoa humana³, melhoria das condições de saneamento básico⁴, garantia de mobilidade urbana⁵ entre outros.

Os projetos de infraestrutura são altamente onerosos, pois são considerados de alta complexidade e visam atender grande demanda. Dessa forma o *project finance* surge como uma alternativa de financiamento de projetos onde há uma mitigação dos riscos, visto que não há comprometimento dos patrimônios dos investidores do projeto, pois é autossustentável visto que o pagamento de financiamento se dá através do fluxo de caixa do próprio projeto, sendo esta sua principal característica e se distanciando dos modelos tradicionais de financiamento, como o *corporate finance*

De acordo com a *Refinitiv*, os empréstimos globais de *project finance* em 2020 totalizaram US\$ 277,6 bilhões de 901 negócios, sendo o setor de energia o mais ativo ao longo de 2020, com financiamento totalizando US\$ 132,8 bilhões por meio de 620 negócios (47,8%).⁶ No Brasil, os investimentos na modalidade *project finance* em 2019 alcançaram R\$ 38,3 bilhões, uma elevação de 6,1% em relação ao ano anterior.⁷

¹Michaelis, 2021.

²ROCHA, 2018.

³BRASIL, 1988.

⁴Id, Art. 21, 1988.

⁵Id, Art. 6º, 1988.

⁶ Global Practice Guides, 2021.

⁷ ANBIMA, 2019.

Como abordado ao longo deste trabalho, o *project finance* aplicado no Brasil possui algumas características que se distanciam do modelo original aplicado na prática internacional.

1 INFRAESTRUTURA

1.1 CONCEITO

O conceito de infraestrutura está relacionado com um conjunto de bens indispensáveis ao atendimento de necessidades coletivas e individuais, que se tornam essenciais no âmbito da civilização capitalista, se traduzindo em um meio para o cumprimento de um objetivo de interesse público⁸.

Nesse sentido, um relatório de pesquisa publicado pelo IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) definiu infraestrutura a partir de uma abordagem prática, como toda a matriz logística, energética de comunicações, saneamento, saúde, educação e segurança pública que possibilita a produção de bens e serviços na sociedade⁹

Considerada uma definição mais abrangente e apropriada, O BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) descreve infraestrutura como o “conjunto de estruturas de engenharia e instalações, geralmente de longa vida útil, que constituem a base sobre a qual são prestados os serviços considerados necessários para o desenvolvimento produtivo, político, social e pessoal.”¹⁰

A partir da exposição dos conceitos destacados, é possível entender que a infraestrutura permeia a vida social e econômica, por isso se apresenta como um elemento estrutural para o desenvolvimento da sociedade. Compreende-se que a infraestrutura envolve: sistemas de transportes, rodovias, transporte coletivo, ferrovias, portos, aeroportos, saneamento básico, esgotamento sanitário, rede de distribuição de água, coleta e tratamento de lixo, drenagem, iluminação pública, comunicação, correios e telegráficos, telecomunicações, radiodifusão de sons e de sons e imagens, produção e distribuição de energia, petróleo, gás natural, pré-sal e hidrelétricas.¹¹

⁸ MARÇAL, 2018.

⁹ IPEA, 2012.

¹⁰ BID, 2000 *apud* CEPAL, 2009.

¹¹ RDAI, 2021.

A infraestrutura impacta, diariamente, a vida das pessoas. Aliar o desenvolvimento econômico com a melhoria de qualidade de vida é o maior desafio imposto àqueles que têm o dever de aperfeiçoar a infraestrutura nacional. Desenvolver projetos de infraestrutura que atendam às expectativas da sociedade e propiciem resultados concretos satisfatórios, alterando beneficentemente a vida do cidadão, e permitindo que o País seja competitivo no mercado internacional, é o objetivo principal a ser alcançado pelo aprofundamento científico das respectivas normas setoriais.

1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL E NO MUNDO.

Como já evidenciado, a infraestrutura impacta diariamente as relações humanas e comerciais, dessa forma o desenvolvimento do setor refletirá também no crescimento econômico e melhoria na qualidade de vida da dos cidadãos, por isso os estudos e pesquisas nessa área são constantes de modo a acompanhar o crescimento populacional, e mais ainda, as novas problemáticas e preocupações contemporâneas, tais como as preocupações ambientais.

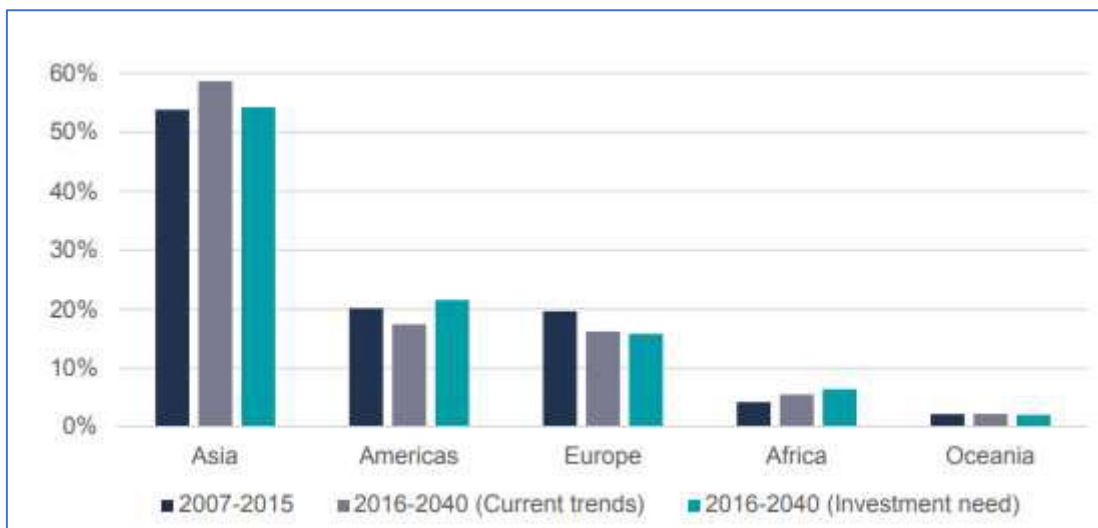
Há uma demanda global por investimento em infraestrutura, para cumprir a meta dos 17 objetivos de desenvolvimento sustentável da Organização das Nações Unidas (ONU), são necessários US\$ 4,5 trilhões, mas atualmente há um *déficit* de US\$ 2,5 trilhões. Vale destacar que grande parte da população mundial ainda não possui a acesso à infraestrutura básica, como, por exemplo, 663 milhões de pessoas não tem acesso à água potável, 2,4 bilhões de pessoas não possui acesso a saneamento básico e 1,1 bilhão de pessoas não possui acesso à eletricidade confiável.¹²

Conforme a pesquisa “*Global Infrastructure Outlook Oxford Economics*” (Gráfico 1), é estimado que o investimento global em infraestrutura precisa ser de US\$ 94 trilhões entre 2016 e 2040. Isso é 19% maior do que seria entregue nas tendências atuais e é uma média de US\$ 3,7 trilhões por ano. Para atender a essa necessidade de investimento, o mundo precisará aumentar a proporção do Produto Interno Bruto (PIB) que dedica à infraestrutura para 3,5%, em comparação com os 3,0% esperados nas tendências atuais.¹³

¹² GUGGENHEIM INVESTMENTS, 2022.

¹³ GLOBAL INFRASTRUCTURE OUTLOOK, 2022.

Gráfico 1. Participação regional da *Global Infrastructure Investment* (2007-2040)



Fonte: Oxford Economics, 2021.

O Brasil compõe a lista de países com infraestrutura insuficiente. Segundo o último *ranking* de competitividade global divulgado pelo Fórum Econômico Mundial, o Brasil se enquadra na 81.^a posição neste quesito, entre 140 países avaliados, atrás dos demais membros do BRICS, além de outros países de menor relevância econômica.¹⁴ O setor de infraestrutura é estratégico e essencial para o Brasil, revelando-se condição imprescindível para sustentabilidade do crescimento econômico nacional e para melhoria da condição de vida de toda a população.¹⁵

Segundo dados publicados pela Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base (ABDIB), o total estimado de investimentos em infraestrutura no Brasil nos próximos cinco anos cresceu 40%, indo de R\$ 113,9 bilhões para R\$ 160,1 bilhões.¹⁶ O setor de infraestrutura é estratégico e essencial para o Brasil, revelando-se condição imprescindível para sustentabilidade do crescimento econômico nacional e para melhoria da condição de vida de toda a população.¹⁷

¹⁴CRASA INFRAESTRUTURA, 2019.

¹⁵MARÇAL, 2018, p. 269.

¹⁶OLIVEIRA, 2021.

¹⁷Ibid, 2018, p. 269.

1.3 INFRAESTRUTURA NO DIREITO INTERNACIONAL E NO DIREITO BRASILEIRO

A infraestrutura se relaciona diretamente com o Direito ao Desenvolvimento, onde é consagrado no Ordenamento Jurídico Internacional através da Resolução nº 41/128 da Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas, que estabeleceu em 1986, a Declaração do Direito ao Desenvolvimento, e identifica em seu Art. 1º o direito ao desenvolvimento como um direito humano inalienável, em virtude do qual toda pessoa e todos os povos estão habilitados a participar, a ele contribuir e dele desfrutar, onde todos os direitos humanos e liberdades fundamentais possam ser plenamente realizados. Assim, o objetivo da referida declaração de 1986 é o de declarar as múltiplas perspectivas do direito ao desenvolvimento em um mesmo plano, em que importa destacar, a partir da compreensão do Art. 1º, o direito e o dever de participação do sujeito no desenvolvimento social, humano, cultural, econômico, científico, ambiental e político, em que considera o indivíduo a partir de uma concepção integral de sujeito de direitos, enquanto fim em si mesmo.¹⁸

A Declaração de Viena¹⁹ também estabeleceu em seu Art. 10:

A conferência Mundial dos Direitos Humanos reafirma o direito ao desenvolvimento conforme estabelecido na Declaração sobre o Direito ao Desenvolvimento, como um direito universal e inalienável e parte integrante dos direitos humanos fundamentais.

No ordenamento jurídico brasileiro, a Constituição brasileira de 1988, em seu Art. 3.º, II, garante o desenvolvimento nacional como um dos objetivos da República Federativa do Brasil. Há outros artigos na Carta Magna que se relacionam a infraestrutura como o Art. 21, inciso IX, que prescreve ser competência da União a elaboração e execução de planos nacionais e regionais de ordenação do território e de desenvolvimento econômico e social, assim como o inciso XX que institui as diretrizes para o desenvolvimento urbano, habitação, saneamento básico e educação, podendo englobar, ainda, conforme previsão do Vale destacar ainda o Art. 43, da CRFB/88 que promove o desenvolvimento das regiões econômicas e sociais, e a redução das desigualdades regionais.²⁰

¹⁸ FERNANDES PEREIRA, 2017, p. 170-189.

¹⁹ PGESP, 1993.

²⁰ BRASIL, 1988.

Como a CRFB/88 possui um caráter social democrático é possível notar uma maior preocupação com desenvolvimento da infraestrutura, sendo este um fator de aumento na sensação de bem-estar social, como destaca o Art. 170, *caput*, preconiza a sujeição da ordem econômica aos ditames da justiça social, ao tempo em que o inciso VII do mencionado artigo estabelece a necessidade de se reduzirem as desigualdades regionais e sociais e o Art. 182, determina que a política de desenvolvimento urbano se dará mediante a devida observância das funções sociais da cidade e da garantia do bem-estar de seus habitantes²¹. Além disso, ressalta que o sistema financeiro nacional deve ser estruturado para a promoção do desenvolvimento equilibrado do país, visando atender os interesses da coletividade. Sendo assim, é possível observar que uma infraestrutura adequada a realidade econômica e social é um direito garantido pelo Ordenamento Jurídico internacional e brasileiro²².

1.4 FINANCIAMENTO E PARCERIAS PÚBLICAS PRIVADAS

Os governos da maioria dos países em desenvolvimento enfrentam o desafio de atender à crescente demanda por novos e melhores serviços de infraestrutura. Como o financiamento disponível das fontes tradicionais e capacidade do setor público para implementar muitos projetos ao mesmo tempo, permanece limitado, os governos descobriram que a parceria com o setor privado é uma alternativa atraente para aumentar e melhorar a oferta de serviços de infraestrutura. Os sócios em uma PPP, geralmente por um contrato legalmente vinculativo ou algum outro mecanismo, concordam em compartilhar responsabilidades relacionadas à implementação e/ou operação e gestão de um projeto de infraestrutura. Essa colaboração ou parceria é baseada na *expertise* de cada parceiro que atenda às necessidades públicas definidas através da alocação adequada de recursos, riscos, responsabilidades e retorno financeiro²³.

Contudo, os Estados em todo o mundo têm se unido cada vez mais ao setor privado para fornecer serviços de infraestrutura nos setores de energia e energia, comunicação, transporte e água que antes eram entregues exclusivamente pelo setor público.

²¹ BRASIL, 1988.

²² LIRA, 1997, p. 167.

²³ MARÇAL, 2018.

Existem várias razões para a crescente parceria com setor privado no desenvolvimento e prestação de serviços de infraestrutura, tais como: aumento da eficiência na entrega de projetos, operação e gestão; disponibilidade de recursos adicionais para atender às crescentes necessidades de investimento no setor e cesso a tecnologia. O planejamento e desenvolvimento devidamente executados de um projeto também permite uma melhor triagem de opções, e ajuda na decisão da estrutura adequada do projeto e na escolha da tecnologia, considerando o custo ao longo de todo o ciclo de vida do projeto.²⁴

Marçal sustenta que as PPPs poderão contribuir de forma decisiva para reduzir a lacuna de infraestrutura no Brasil, não só pelo aumento do investimento através de mobilização de capital privado, mas também, e mais importante, com a melhoria da qualidade dos serviços, uma vez que isso introduzirá a inovação e tecnologia do setor privado para melhorar a prestação de serviços públicos e a eficiência operacional. Cita ainda que esta operação pode otimizar os mecanismos brasileiros de preparação de PPPs, resultando em um aumento significativo desse tipo de iniciativas e promovendo práticas que garantam que os projetos de infraestrutura sejam efetivamente implementados e cumpram seus objetivos.²⁵

Em alguns países as PPPs são reguladas por leis específicas²⁶ A finalidade da regulação específica é adaptar a estrutura jurídica existente, caso não seja clara, ou se a legislação existente delimitar a capacidade do governo de estruturar e gerenciar bem as PPPs. A criação de uma lei específica de PPP pode ajudar a aumentar a visibilidade e demonstrar o compromisso político com o instituto das PPP. As leis de PPP podem estabelecer princípios orientadores, processos e responsabilidades institucionais (como selecionar projetos de PPP, aquisições e lidar com disputas) e políticas, como regras de gestão de finanças públicas que regem as PPPs, as regulações específicas são mais comuns em países de leis de PPP são mais comuns em países de *Civil Law*²⁷.

²⁴UNESCAP, 2011.

²⁵MARÇAL, 2018, p. 270.

²⁶OCDE, 2015.

²⁷PPP KNOWLEDGE LAB, 2021.

No Brasil há algumas Leis que visam regular a parcerias do Estado com o setor privado, como, por exemplo, a Lei n.º 13.334/2016²⁸, Programa de Parceria para Investimentos (PPI), destinado à ampliação e fortalecimento da interação entre o Estado e a iniciativa privada por meio da celebração de contratos de parceria para a execução de empreendimentos públicos de infraestrutura e de outras medidas de desestatização; Decreto n.º 8.874/2016²⁹, que regula menta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação; e Lei n.º 11.709/2004³⁰, que instituiu normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública.

²⁸BRASIL, 2016.

²⁹IMPrensa OFICIAL, 2016.

³⁰ Ibid, 2004.

2 PROJECT FINANCE – PRÁTICA INTERNACIONAL

2.1 INTRODUÇÃO HISTÓRICA

O *project finance* hoje amplamente conhecido e utilizado, possui origem de séculos atrás. *Finnerty*³¹ defende que esse modelo de financiamento era muito utilizado pelo comércio no século XVII. Borges e Faria mencionam, por exemplo, o empréstimo concedido, no ano de 1299, pelo Banco italiano *Frescobaldi* à Coroa Britânica visando desenvolver as minas de prata na região de *Devon*. Em troca do financiamento, o *Frescobaldi* seria o controlador da exploração das minas por um ano, período em que poderia retirar tanto minério quanto tivesse capacidade, desde que arcasse com os custos de operação³². A Coroa Britânica, por sua vez, não ofereceu qualquer garantia relativa à exploração das minas de prata e não se comprometeu a pagar qualquer taxa de juros ao banco, sendo o financiamento inteiramente garantido pelo controle da exploração das minas em questão concedido ao *Frescobaldi*. Outro destaque relevante, trata-se dos financiamentos antecessores ao atualmente denominado *project finance* que foram amplamente utilizados na época do mercantilismo. Segundo exemplificam Bonomi e Malvessi (2004), neste período, “os mercadores, financiados por banqueiros florentinos, venezianos e outros, saíam em viagem pela região do Mediterrâneo de modo a vender mercadorias, partilhando entre si o risco e o retorno do empreendimento”³³, sendo esta forma de financiamento um rudimento do atual instituto.”³⁴

O Atual *project finance*, ganhou forma a partir da década de 1980, quando havia uma tendência mundial dos governos assumirem processos de desestatização. O passo inicial foi um projeto de expansão de petróleo e gás natural no Reino Unido em 1970, como o investimento requerido era maciço e apresentava riscos elevados, “os participantes do empreendimento buscaram alternativas para dividir os riscos do negócio, surgindo então, como melhor opção, o *project finance*”³⁵. A partir de 1978 com a pública foi verdadeiramente impulsionada naquele país a partir do ano de 1978, quando da edição do *Public Utility Regulatory Policies Act 13 (PURPA)*, responsável por estabelecer base relativamente concisa para a aplicação do *project finance* na área de energia elétrica.

³¹FINNERTY, 2007.

³²BORGES; FARIAS, 2002.

³³BONOMI; MALVESSI, 2004, p. 64.

³⁴DRIUSSI, 2015, p. 11

³⁵Ibid, 2004, p. 64.

No setor de infraestrutura, especialmente de transportes, a aplicação do *project finance* pôde ser verificada na Europa a partir da metade da década de 80, sendo um de seus maiores exemplos a construção do Eurotúnel.³⁶

2.2 CONCEITO

Project finance é uma modalidade de financiamento de projetos onerosos e complexos, sendo em grande parte relacionados a infraestrutura, onde há assegurado um fluxo de caixa e a partir do qual as futuras receitas provenientes deste projeto se tornará a principal, se não a única, fonte de pagamento aos agentes financeiros. Para a estruturação deste tipo de financiamento é comum a criação de uma sociedade de propósito específico (SPE), com a finalidade de ser a titular de direitos e obrigações inerentes ao empreendimento. Sendo assim, a principal característica do *project finance* é a concessão de crédito baseada na capacidade que o próprio projeto possui de gerar receitas, afastando a capacidade patrimonial dos patrocinadores do projeto³⁷.

Na doutrina, Farrell. (2002)³⁸ descreve que *project finance* pode ser definido como o financiamento de um projeto por uma entidade patrocinadora, no qual os fluxos de caixa gerados pelo projeto servem como fonte de recursos de que o empréstimo será reembolsado e onde os ativos do projeto servem de garantia para o empréstimo. Para Finnerty (2007), *project finance* traduz-se na:

captação de 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 o capital investido do projeto³⁹.

Ao relacionar todos os conceitos abordados é compreendido que *project finance*, se define como:

captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, razão de ser das SPEs (Sociedades de Propósito Específico). Neste caso, os provedores de recursos veem o fluxo de caixa e/ou ativos do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço da dívida (juros), mais a amortização do principal, a fim de fornecer um retorno compatível sobre o capital investido, sendo uma das particularidades que distingue o *project finance* das demais modalidades de financiamento é a concessão de crédito a uma entidade jurídica segregada⁴⁰.

³⁶DRIUSSI, 2015 p. 13

³⁷PEREIRA, 2003.

³⁸FINNERTY, 2007.

³⁹Id, 2007.

⁴⁰MOREIRA, 2021.

2.3 CORPORATE FINANCE X PROJECT FINANCE

O *corporate finance* é um modelo tradicional de financiamento empresarial. Neste tipo de financiamento, a concessão de crédito baseia-se na análise de risco do projeto analisado e a captação de recursos ocorre através da integralização de capital por parte dos acionistas ou quotistas da SPE, ou ainda a contratação de empréstimos com a garantia outorgada por esses acionistas, ou seja, como contrapartida os credores têm direito de regresso contratual contra os acionistas e, por isso, sua aprovação é normalmente mais simples e rápida.⁴¹

No caso de uma SPE, ao contrário, não tem histórico sobre o negócio. Cabe aos credores avaliarem e se certificarem de que o projeto estará completo no cronograma do orçamento, sendo tecnicamente capaz de operar como esperado e gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir o serviço da dívida. O maior controle dos credores sobre as atividades do projeto deixa os investidores com bem menos poder de gerenciamento do que teriam no caso de um financiamento corporativo e, contudo, neste fato, os administradores do que teriam no caso de um financiamento corporativo, e, por isso neste caso os administradores da SPE tem atuação limitada no que se refere à alocação do fluxo de caixa livre. Assim, os custos de agência (ou *agency costs*) são minimizados, visto que no caso do financiamento corporativo os fluxos de caixa dos projetos e das operações das empresas se confundem sendo destinados em conjunto segundo a política corporativa.⁴²

Verifica-se, assim, que o *project finance* caracteriza-se pela ausência ou limitação de recurso aos patrocinadores do projeto, desde que estes tenham realizado o aporte de capital comprometido na SPE. A contrário sensu, um financiamento com recurso ilimitado ao patrocinador, isto é, com direito de ação dos agentes financeiros que possa alcançar ilimitadamente o patrimônio geral do patrocinador, não será *project finance*, mas financiamento corporativo convencional

⁴¹ENEI, Op. cit. pp. 92-93

⁴² Ibid. Op. cit. pp. 92-93

2.4 SPE – SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO E O PROJECT FINANCE

A Sociedade de Propósito Específico é uma pessoa jurídica que possui como único objetivo executar um projeto específico, não sendo um tipo societário independente, mas sim se relacionando a finalidade ao objetivo social da empresa. Normalmente são utilizados porque estão isentos de quaisquer obrigações e dívidas pré-existentes sendo separados das partes que os constituem para efeitos contabilísticos, fiscais e insolventes.

De acordo com Borges e Faria (2002), faz-se necessária (i) a constituição de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), a qual proporciona que o projeto seja um investimento econômico separado do capital de seus acionistas, (ii) a exigência de grande aporte de capital ao projeto, (iii) segregação e alocação dos riscos inerentes ao projeto entre os financiadores, reduzindo a responsabilidade dos acionistas da SPE, (iv) alto nível de previsibilidade sobre o fluxo de caixa e taxa de retorno do projeto, e (v) existência de instrumentos que tornem possível que financiadores assumam para si a execução e/ou operação do projeto desde que preenchidos certos requisitos⁴³.

No ordenamento jurídico internacional não há uma há regulação específica ou entendimento comum para a SPE. No Brasil não há regulação no código Civil, apenas para fins de registro há regras dispostas no Manual de Registro da Sociedade Limitada e no Manual de Registro da Sociedade Anônima, aprovados pela Instrução Normativa n.º 10 do Departamento de Registro Empresarial e Integração (DREI), a quem estão subordinadas as Juntas Comerciais do país.⁴⁴

Como já mencionado, as operações de project finance pressupõem, em regra, a constituição uma sociedade (SPE) com o propósito específico de construir e/ou operar um determinado projeto, segregando-o das demais atividade do grupo patrocinador. Nesta modalidade de financiamento, é a SPE – e não os acionistas patrocinadores – que recebe o financiamento para o desenvolvimento do projeto.

⁴³DRIUSSI, 2015 p.17.

⁴⁴MOREIRA, 2018

Considerando que a SPE não possui histórico de atividades ou de crédito, a decisão dos agentes financeiros de conceder o financiamento não se baseia na solidez financeira e patrimonial do receptor dos recursos ou seu garantidor (como ocorre, usualmente, nos financiamentos corporativos convencionais), mas nas perspectivas de sucesso do empreendimento financiado⁴⁵.

A estrutura do *project finance* possui a finalidade central de limitar ao máximo ou inclusive eliminar a responsabilidade dos patrocinadores frente aos agentes financeiros, funcionando os fluxos de caixa futuros do projeto como a principal garantia para a amortização da dívida, mas ainda assim é comum que os patrocinadores uma parcela minoritária para a realização do projeto, na forma de capital social ou mútuo subordinado na SPE, sendo este chamado de índice alavancagem.⁴⁶

Entretanto isso não quer dizer que os patrocinadores não despendam recursos neste tipo de operações. Com efeito, os agentes financeiros comumente exigem que os patrocinadores aportem à SPE, na forma de capital social ou mútuo subordinado, uma parcela minoritária dos recursos necessários à realização do projeto (entre 10% e 30%, normalmente), compondo o chamado “índice de alavancagem”⁴⁷.

Nesse sentido, compreende-se que a responsabilidade assumida pelos patrocinadores em operações de *project finance* se resume: (i) em todos os casos, ao aporte de capital próprio na SPE, para compor o índice de alavancagem acordado com os agentes financeiros, nesse caso o *project finance*; (ii) em alguns eventos, à assunção de compromissos e/ou concessão de garantias para cobrir determinados eventos específicos, normalmente decorrentes de riscos não administráveis identificados na fase de auditoria do projeto.

Dessa forma, há dois modelos para a aplicação do *project finance*:

- a) ***non recourse***: quando há inexistência de responsabilidade pelos patrocinadores, sendo a receita gerado pelo projeto, a única garantia aos financiadores, sem prejuízo do aporte inicial promovido pelas acionistas;

⁴⁵ENEI, op. cit., p. 20.

⁴⁶NEIVA, 2019, p. 31.

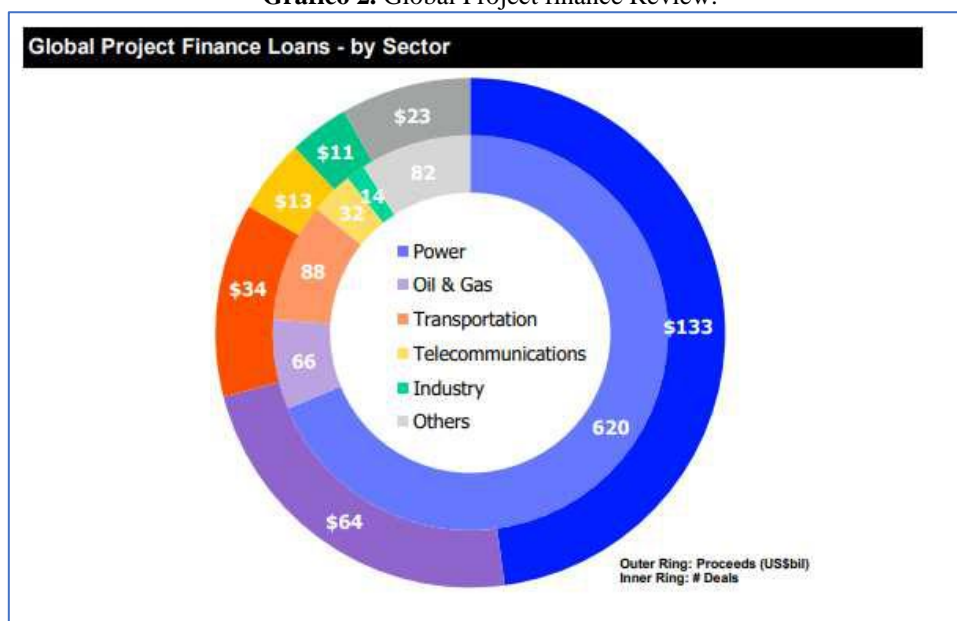
⁴⁷Id, 2019, p. 31.

- b) **limited recourse**: quando, além da contribuição inicial, a patrocinadora se obriga a apresentar outra garantia, mas que ainda não comprometa seu patrimônio pessoal e que também não cubra integralmente o valor do financiamento, apenas uma pequena parcela.

Importante ressaltar que nas operações *limited recourse*, a responsabilidade dos patrocinadores deve estar limitada a determinadas situações específicas, normalmente decorrentes de riscos não administráveis identificados na fase de auditoria do projeto, prazos ou valores máximos. Caso a responsabilidade dos patrocinadores seja total e ilimitada, não se está diante de uma operação de *project finance*, mas de um financiamento corporativo convencional.⁴⁸

Conforme já observado, o modelo de financiamento *project finance* pode ser utilizado para diversos tipos empreendimentos, sejam de natureza pública ou privada que decorram a ser concedidos a iniciativa privado por meio de concessões comuns ou PPP.⁴⁹ No Gráfico 2 abaixo é possível observar os financiamentos por setor no modelo *project finance* no mundo⁵⁰:

Gráfico 2. Global Project finance Review.



Fonte: REFINITIV, 2020.

⁴⁸NEIVA, 2019, p 22.

⁴⁹Id, 2019, p 22.

⁵⁰REFINITIV, 2020.

As receitas provenientes do retorno financeiro dos empreendimentos estarão ligadas ao tipo de projeto que será realizado, por exemplo, no caso dos chamados leilões de “energia nova”, empreendedores são selecionados para a construção de novas usinas, dentro de um determinado prazo. O vencedor do certame assina com as respectivas distribuidoras contratos de compra e venda de energia de longo prazo, denominados Contratos de Comercialização de Energia no Ambiente Regulado (CCEAR), e conhecidos no jargão de mercado como *Power Purchase Agreements* (PPA). Neste caso o PPA assegura a prospecção de receitas que o projeto atingirá, contudo, o *project finance* poderá ser aplicado, enquanto tais receitas futuras podem ser utilizadas pelos agentes financeiros como lastro do financiamento a ser concedido.⁵¹

2.4.1 *Step in right, golden share* e financiadores

O *step-in right* é uma técnica contratual, oriunda dos países de origem anglo-saxônica, que possibilita a intervenção dos financiadores na sociedade financiada quando a atual gestão ameaçar o sucesso do projeto ou, a sua capacidade de honrar o financiamento contratado⁵².

A cláusula de *step-in* autoriza a assunção pelo financiador do controle direto da sociedade que se encontra em situação de inadimplemento no âmbito do contrato de financiamento. Por meio da assunção do controle, o financiador exercerá pessoalmente o direito de voto na Assembleia geral da sociedade, em substituição ao acionista original, podendo, inclusive, destituir a administração empossada e eleger outros membros de sua confiança. O objetivo último do *step-in* é sanear o inadimplemento e/ou crise financeira incorrida pela sociedade, salvaguardando o crédito do financiador, ou mesmo preparando a sociedade para a sua venda em uma futura excussão das garantias. Por óbvio, o instrumento deve ser utilizado somente em situações extremas, de grave inadimplemento, tendo em vista a intensidade da medida e as responsabilidades que pode suscitar ao financiador⁵³.

⁵¹NEIVA, 2019, p 23.

⁵²DRIUSSI, 2015.

⁵³MOREIRA; GUIMARÃES, op. cit. 2015, p. 493-528.

Do ponto de vista contratual, o *step-in* costuma ser instrumentalizado mediante a outorga ao financiador do penhor sobre as ações da sociedade financiada, cumulado com o usufruto condicional sobre as mesmas ações empenhadas, a saber, um usufruto sujeito a condição suspensiva, que é justamente o inadimplemento da sociedade perante o financiador, seguido de uma notificação do financiador optando pela efetivação de tal mecanismo⁵⁴

Morrison e Owen (1996)⁵⁵ destacam o caráter de facultatividade do exercício do *step-in right*, o qual deve ser exercido apenas se os financiadores do projeto o reputarem necessário a partir da análise da situação em que se encontra o projeto.

O *step-in* configura direito potestativo, pois os financiadores, através de sua declaração de vontade, cuja finalidade é o ingresso na administração da SPE, a assumem, não tendo a sociedade a obrigação de prestar qualquer contraprestação, não podendo nem mesmo se opor ao exercício desse direito pelos financiadores.⁵⁶

⁵⁴ “A adoção do *step-in* no Brasil não é livre de dúvidas, considerando que tal instituto foge à nossa tradição jurídica romano-germânica e que sua legalidade, além de não ter sido testada em nos nossos tribunais, pode ser questionada em vista da vedação ao pacto comissório - isto é, a proibição do financiador de ficar com o objeto da garantia, caso a dívida não seja paga no seu vencimento. Vale ressaltar que, no direito brasileiro, o credor deve, necessariamente, alienar o objeto da garantia - as ações da sociedade, por exemplo - a um terceiro e utilizar o produto dessa alienação na amortização dos valores devidos e não pagos no âmbito do financiamento, devolvendo o montante que porventura sobejar. Para não incorrer na vedação ao pacto comissório, a assunção do controle direto sobre a sociedade, via exercício dos direitos políticos próprios da ação, deveria ser obtida temporariamente, com o intuito limitado de preparar a sociedade para a alienação de suas ações. Além disso, caso o inadimplemento fosse regularizado durante a fase de exercício do *step-in*, incumbiria ao financiador devolver as ações ao acionista original, eis que não haveria fundamento para a excussão da garantia sem saldo devedor vencido e não pago que a justifique. No entanto, é de se destacar que a lei não fixou um prazo máximo durante o qual o credor pignoratício pode manter a custódia do bem dado em garantia em preparação de sua excussão. Não obstante o *step-in right* já existir no Brasil desde a década de 1990, o primeiro diploma legal a autorizar expressamente a sua utilização foi a Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004, Lei de Parcerias. Público-Privadas (PPPs), em seu artigo 5º, §2º, inciso I. Tal dispositivo estabeleceu que os contratos de PPPs poderão prever os requisitos e condições em que o parceiro público autorizará a transferência do controle da sociedade de propósito específico para os seus financiadores, com o objetivo de promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços, não se aplicando para este efeito o previsto no inciso I do parágrafo único do art. 27 da Lei no 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Trata-se de uma autorização legal para a inclusão, nos contratos de PPPs, da cláusula de *step-in*, permitindo ao financiador assumir o controle direto da sociedade em caso de crise financeira. Na mesma linha, a Lei 11.196, de 21 de novembro de 2005 - a Lei do Bem - alterou o artigo 27 da Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995 - Lei de Concessões - para autorizar, expressamente, a possibilidade de previsão, no contrato de concessão de serviço público, das condições pelas quais será permitida a assunção provisória do controle da concessionária pelos financiadores.” Revista TN Petróleo, edição nº 91, setembro/outubro de 2013.

⁵⁵ MORRISON; OWEN, 1996

⁵⁶ DRIUSSI, 2015 p. 40.

Outra garantia aos financiadores do *project finance* é a ação de classe especial, *Golden Share*. A ação de classe especial está prevista nos Art. 17, §7º, e 18 da Lei 6404/7440, os quais indicam seus efeitos e os direitos e deveres dela decorrentes:⁵⁷

Os direitos atribuídos às ações de classe especial, tratadas pelo Diploma legal como “ações preferenciais”, concernem a possibilidade de elegerem administradores da sociedade e/ou de exercitarem o veto em deliberações societárias que versarem acerca de hipóteses pré-determinadas: Art. 17. [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001). Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Em geral, a previsão destes direitos, assim como de seus titulares e os representantes destes, a forma de seu exercício e quais os atos que exigem a manifestação destes acionistas especiais são previstos em cláusula do estatuto social. Podem, ainda, tais disposições serem acertadas através de acordos de acionistas, muito embora estes demandem muito mais esforço dos participantes.⁵⁸

2.5 ESTRUTURA DO *PROJECT FINANCE*

2.5.1 Principais atores

Como já declarado nos tópicos anteriores, no *project finance* os agentes financeiros assumem um elevado risco do projeto e para que o financiamento seja aceito, e por isso há um processo complexo analítico de *due diligence*⁵⁹, contemplando principalmente os seguintes aspectos (Figura 1), citados por Neiva⁶⁰:

Um processo típico de *due diligence* de projeto, normalmente atuam os seguintes assessores dos agentes financeiros:

(i) Assessor financeiro: tendo como principal função validar as estimativas econômico-financeiras do projeto, em especial as constantes do “caso base 37”. O caso base é um documento preparado conjuntamente pelos patrocinadores e agentes financeiros no qual se realizam estimativas detalhadas do investimento total do projeto, bem como de suas receitas e despesas futuras. Tais estimativas são utilizadas pelos agentes financeiros para determinar, dentre outros aspectos, o valor total do financiamento, o calendário de amortização e os índices financeiros que deverão ser cumpridos pela SPE ao longo da operação.

⁵⁷BRASIL, 1976.

⁵⁸DRIUSSI, 2015 p. 41.

⁵⁹*Due diligence* constitui um conjunto e mecanismos, métodos, diligências de investigação que a organização empresarial executa com vistas a identificar, avaliar, mensurar e, com isso, evitar ou minimizar os riscos inerentes às transações e negócios empresariais que realiza.

⁶⁰NEIVA, 2019.

(ii) Assessor técnico: tendo como principal função validar as estimativas que servem de base para determinar as receitas e despesas futuras do projeto. Assim, por exemplo, no caso de um projeto de geração de energia eólica, o assessor técnico válido, por um lado, os custos necessários à construção e operação do parque e, por outro, os estudos de vento que fundamentam as estimativas de geração futura de energia elétrica. No caso de uma concessão rodoviária, para citar outro exemplo, o assessor técnico válido, por um lado, os custos das obras de construção, ampliação e/ou reparação da rodovia e, por outro, os estudos de demanda de tráfego de veículos.

(iii) Assessor jurídico: tendo como principal função revisar, dentre outros aspectos, (a) a válida constituição da SPE, (b) a disponibilidade dos terrenos para desenvolvimento do projeto, (c) a obtenção e vigência de todas as licenças e autorizações aplicáveis a cada fase do projeto, 37 Dependendo do caso, este trabalho é realizado diretamente por equipes internas dos agentes financeiros. 34 (d) o conjunto de contratos celebrados ou a serem celebrados pela SPE para a realização do projeto. (iv) Assessor de seguros: tendo como principal função determinar os seguros que devem ser contratados pela SPE para a cobertura dos riscos seguráveis do projeto.



Figura 1. Representação do SPE. Fonte: NEIVA, 2019.

Acerca da estrutura do *project finance*, pode-se identificar outros atores fundamentais que caracterizam este tipo de financiamento:

a) acionistas (*sponsors* ou patrocinadores): fornecem o capital de risco e demais recursos indispensáveis à concretização do projeto, formando o capital próprio da empresa centralizadora de um *project finance*. De acordo com Pimenta da Rocha, os patrocinadores serão normalmente sócios da Sociedade de Propósito Específico, assumindo diversas funções na operação, podendo ser construtores, fornecedores, consumidores do produto, usuários do serviço futuramente prestado, o Poder Público interessado e/ou, como mais usual, os proprietários de bens de capital a suportar o projeto.

b) Financiadores: indicam-se como financiadores de um projeto os bancos e instituições financeiras ou de fomento ao desenvolvimento, agências multilaterais e de assistência governamental, fundos de pensão, seguradoras e entes públicos. Estes financiadores poderão ser divididos em diferentes categorias, sendo normal alguns atuarem apenas emprestando capital à Sociedade de Propósito Específico ou como designado em alguns trabalhos, através de dívida, do inglês *debt*, sendo devido o montante principal cedido acrescido de juros. Nesta modalidade o financiador não passará a compor o corpo societário, não tendo, portanto, direito à participação nos lucros do empreendimento⁶¹. Exemplos: podem ser bancos comerciais, bancos estatais, agências de fomento, agências de crédito à exportação, bancos internacionais, agências multilaterais ou bilaterais, como o FMI (Fundo Monetário Internacional), o BIRD (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, subdivisão do Banco Mundial), o BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), o IFC (International Finance Corporation) e o BEI (Banco Europeu de Investimento), fundos de investimento e fundos de pensão, os quais realizam aportes de capitais ao projeto ⁶²

c) compradores (*off-takers*); financiadores (*Lenders*): adquirentes da produção/serviço do projeto, normalmente por contratos de compra e venda de longo prazo ou consumidores de um serviço prestado, inclusive nos moldes de concessão pública.

d) Operadores (*operator*): participantes responsáveis pela operação e manutenção da infraestrutura do empreendimento. De acordo com Bruno Ferreira, normalmente a operação do funcionamento será assumida pela sociedade gestora do empreendimento, a SPE, sendo tal modelo menos frequente quanto à manutenção, que poderia ser subcontratada⁶³.

e) Construtoras: atuam em conjunto com empresas projetistas de engenharia e fornecedores de equipamentos e maquinário, celebrando contrato de implantação da infraestrutura, conhecidos como *Engineering, Procurement and Construction Contracts* (EPC), normalmente sob a modalidade *turn key*, assumindo a entrega da estrutura pronta sob preço previamente estabelecido, isentando, pois, os acionistas e a SPE de eventual sobrecusto⁶⁴;

⁶¹RIBEIRO, 2014, p. 57

⁶²ARAÚJO, 2006.

⁶³BORGES, 1999^a.

⁶⁴BORGES; FARIA, 2002.

f) Fornecedores (*Suppliers*): fornecem ao projeto os insumos básicos de consumo para a produção. Geralmente a relação entre estes sujeitos e a SPE será regulada por contratos de compra e venda de longo prazo. Construtores (*Constructors*);

g) Seguradoras (*Insurance Companies*): de importância destacada no empreendimento, às empresas seguradoras cabe a cobertura e mitigação de riscos relacionados ao projeto, principalmente os riscos relacionados ao pagamento da dívida, aos aspectos físicos do projeto (força maior, quebra de equipamentos) e demais riscos, conforme analisado adiante⁶⁵.

2.5.2 Estrutura Contratual

Após o processo de *due diligence*, são identificados os principais riscos a serem mitigados, e para isso são estruturados rede de contratos, consoantes entre si, com a finalidade de direcionar os direitos e responsabilidades entre os atores do projeto.

Nas palavras de José Virgílio Lopes Enei⁶⁶:

Como o projeto em implantação [...] não possui um histórico de operações e resultados, na sua configuração inicial, o financiador externo exigirá uma rede de contratos de longo prazo que minudencie de forma muito clara os direitos e obrigações da sociedade empreendedora em relação a seus empreiteiros, parceiros, fornecedores e consumidores. Para lograr obter o financiamento externo sem o qual não há que se falar em financiamento de projetos, a sociedade empreendedora deverá negociar cláusulas contratuais que transfiram grande parte dos riscos a terceiros que tenham capacidade para absorvê-los.

Dessa forma compreende-se a importância dos contratos para o *project finance*, pois são esses instrumentos responsáveis pela segurança jurídica do financiamento, conforme exemplificado nas palavras de Stewart e. Rauner:

O que parece ser um novo fenômeno financeiro é, essencialmente, um fenômeno jurídico; o elemento central do *project financing* não é o desenvolvimento de um novo instrumento financeiro, mas, em verdade, um processo de pensamento jurídico criativo que distribui direitos e obrigações de maneira inovadora, resultando ao final em uma redução do nível de risco para cada uma das partes envolvidas.⁶⁷

⁶⁵DIAS, 2004.

⁶⁶ENEI, op. cit., p. 31.

⁶⁷STWART; RAUNER, p. 156, 1983. Tradução livre do autor. No original: “What appears to be a new financial phenomenon is therefore an essentially legal one; what lies at the heart of project financing is not the development of a new financial instrument, but rather a process of creative legal thought and lawyering that shifts rights and responsibilities in an innovative way and ultimately results in a reduced level of risk for each of the parties concerned”.

Como Neiva⁶⁸ apresenta, há três categorias básicas de contratos de *project finance*, são eles (Figura 2): Contratos com o objetivo de assegurar o fluxo do projeto, contratos técnicos e contratos financeiros de garantia:

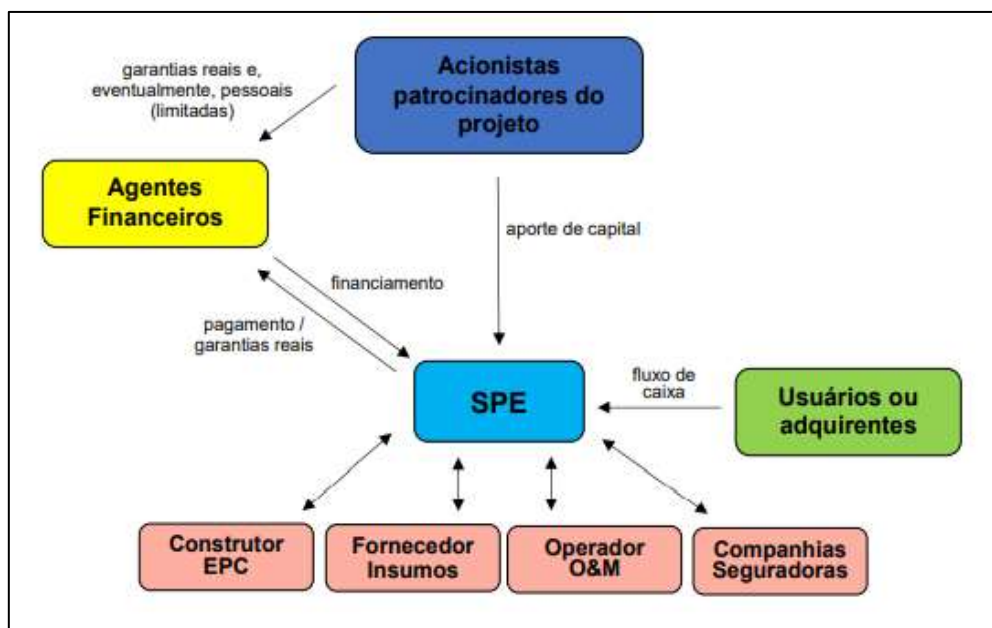


Figura 2. Categorias básicas de contratos de project finance. Fonte: NEIVA, 2019.

a) Contrato que objetivam garantir o fluxo de caixa

Como já destacado nos tópicos acima, o fluxo de caixa é a principal garantia do investidor sobre o financiamento, sendo este um dos contratos de base para a segurança jurídica do projeto. Dessa forma, é necessário que os contratos que garantam à SPE, o recebimento do fluxo de caixa futuro do projeto, de forma estável e previsível durante toda a vigência do financiamento.⁶⁹ Cada tipo de projeto possuirá uma determinada modalidade de contrato que atenderá essa finalidade, como exposto a seguir:

i. Contrato de Concessão: no campo das concessões públicas, em conjunto com o arcabouço jurídico-regulatório a ele vinculado, assegura à concessionária o recebimento do fluxo de caixa futuro do projeto, desde que a concessionária cumpra com as obrigações legais e contratuais a ela aplicáveis.

ii. Contrato de comercialização: esses contratos serão aplicados nos casos em que a receita futura dependerá de regulação específica do setor, como os PPA no caso dos projetos de geração de energia.

⁶⁸NEIVA, 2019, p 21

⁶⁹Id, 2019, p 21

iii. Contrato *Take or Pay*⁷⁰: esse contrato é o mais aplicado no caso de não haver regime contratual adequado ou regulação específica. Nesse contrato o comprador se compromete a adquirir uma quantidade mínima de determinado produto ou serviço, ficando o comprador obrigado a pagar por tal quantidade mínima, mesmo que não a utilize.

b) Contratos Técnicos:

Esses contratos são utilizados para a realização dos projetos por terceiros, através da contratação de meios humanos e materiais para as atividades e desenvolvimento e implementação do projeto. Tais atividades incluem, sem limitação, a realização de obras de construção, o fornecimento de insumos, a prestação de serviços de operação e manutenção, bem como a contratação de seguros para a cobertura de riscos seguráveis.⁷¹

i. Contrato de Construção: Esse contrato deve prever as vulnerabilidades associadas ao início do projeto, onde ainda não há uma estrutura física. Dessa forma, o atraso no cronograma de execução, atrasará também a geração de receitas do projeto e custos não provisionados resultarão em mais investimento financeiro para a conclusão da obra. Para mitigar esses riscos é comum que a SPE celebre um contrato na modalidade EPC⁷², um tipo de contrato compara ao de empreitada global onde a empresa Epecista se compromete, sob penalidade contratual a entregar a obra concluída e pronta para operar numa data certa, e por um preço máximo preestabelecido⁷³.

⁷⁰HOFFMAN, 2008, p. 210. Um contrato take-or-pay, em geral, refere-se a uma obrigação contratual entre um comprador da produção de um projeto e uma empresa projeto [SPE], segundo a qual o comprador concorda em efetuar pagamentos à SPE pelo bem ou serviço a ser produzido no projeto, como contraprestação à capacidade de produzir ou entregar tal bem ou serviço. De acordo com essa estrutura, o comprador efetua o pagamento pela capacidade de produção, independentemente de a SPE efetivamente produzir o bem ou prestar o serviço a pedido do comprador. A obrigação de pagamento do comprador pela capacidade de produção da SPE é incondicional. [...] Esta obrigação resulta na caracterização dos contratos take-or-pay como uma forma de garantia.

⁷¹NEIVA, 2019, p 38.

⁷²AZEVEDO, 2012, p. 24. A perspectiva de escopo pode ser inferida pela própria sigla EPC (do inglês, *engineering, procurement and construction*), que se refere à atribuição em um único agente de toda a responsabilidade pelo escopo de implantação do empreendimento, desde a fase de engenharia e suprimento até a total construção, montagem (quando for o caso) e o início de operação do empreendimento, em conformidade com os requisitos técnicos de qualidade, segurança e desempenho estabelecidos pelo dono da obra. Evita-se, dessa forma, que, falhas de uma fase de implantação, especialmente a fase de engenharia, impactem o custo e o cronograma de implantação das fases seguintes, as quais são a ela, engenharia, intrinsecamente vinculadas.

⁷³Ibid, 2019, p 39

⁷³Id, 2019, p. 39.

Esses contratos também são chamados Turnkey⁷⁴, na prática internacional, é comum que os agentes financeiros requeiram a assinatura de acordos diretos (*direct agreements*) com a SPE e o construtor, para que eles mesmos, se necessário, tenham a prerrogativa de substituir o construtor nestes casos. Tais acordos costumam prever, ainda, a obrigação das partes de: (i) não modificar o EPC sem o expresse consentimento dos agentes financeiros; e (ii) informar aos agentes financeiros qualquer intercorrência nas obras ou qualquer descumprimento do EPC pela SPE, antes de se proceder à sua eventual resolução⁷⁵

i. Contratos de Fornecimento: os contratos de fornecimento são fundamentais no *project finance*, visto que as irregularidades na entrega de suprimentos para desenvolvimento do projeto, poderá acarretar diretamente no atraso do cronograma do projeto. Neste caso, o modelo contratual mais comum é o *Supply or pay*.⁷⁶

ii. Contratos de Operação e Manutenção (O&M): o Contrato O&M garante o funcionamento regular da estrutura desenvolvida com vigência contratual mínima equivalente ao prazo de amortização do projeto, permitindo que de fato as receitas geradas sejam consoantes com as provisões no planejamento do projeto. Além disso, é comum que se exija do operador o atendimento de determinados critérios de performance, sob pena de pagamento de penalidades. Assim, caso as receitas do projeto sejam inferiores às projetadas, por causas imputáveis ao operador, as penalidades devidas pelo operador permitirão que a SPE continue honrando seus compromissos financeiros. O contrato de operação e manutenção deve regular, ainda, as hipóteses de substituição do operador em caso de incapacidade ou insolvência, a exemplo do que ocorre com o contrato de construção.⁷⁷

⁷⁴A expressão Turn Key vem do inglês e significa “Entrega de Chave”. Descrever um tipo de contrato em que apenas um fornecedor é contratado para executar o desenvolvimento do projeto do início ao fim, pronto para a operação comercial.

⁷⁵NEIVA, 2019, p 40.

⁷⁶HOFFMAN, op. cit., 2008, p. 189. Em um contrato de *supply-or-pay*, o fornecedor se obriga a entregar bens, como combustível, ou serviços, como transporte de combustível. Se o fornecedor for incapaz de cumprir tal obrigação, ele deverá entregar os bens ou serviços de uma fonte alternativa, a seu próprio custo, ou indenizar a empresa projeto (SPE) pelas despesas incorridas pela SPE ao garantir os bens e serviços por sua própria conta.

⁷⁷NEIVA, 2019, p 40.

iii. Apólice de Seguros: determinados riscos não são transferíveis pela SPE aos demais participantes do projeto. É o caso dos eventos de força maior, como uma catástrofe natural, por exemplo. Não é razoável supor que o construtor ou o operador do projeto, por exemplo, aceitariam absorver um risco de tal tipo. Nestas hipóteses, busca-se a cobertura do risco através da contratação de seguros. Daí a importância de que os agentes financeiros contem com o apoio de um assessor de seguros, que elabore um programa de apólices adequado à matriz de riscos de cada projeto⁷⁸.

c) Contratos Financeiros:

No *project finance* o modelo de contrato financeiro varia de acordo com a forma de obtenção de recursos, como, por exemplo, contratos de abertura de crédito, escrituras de debêntures entre outros instrumentos que possuem muitas similaridades entre si e objetivam a mesma finalidade. Entre as similaridades, pode-se destacar as cláusulas destacadas abaixo que são típicas dos contratos financeiros⁷⁹:

ii. Destinação dos recursos: Cláusula que exige que o aporte financeiro investido para o projeto seja unicamente destinado a execução do empreendimento.

iii. Condições suspensivas: Cláusula que determina algumas condições para a celebração e vigência do contrato, tais como: válida constituição das garantias reais em favor dos agentes financeiros; a constatação de que a SPE possui as licenças e autorizações aplicáveis a cada fase do projeto, entre outras.

iv. Declarações e garantias (*representation and warranties*): Cláusula que expressa declarações acerca das partes envolvidas nos projetos, no intuito de manter a transparência sobre as informações das partes, declarações falsas ou imprecisas geram o dever de indenização.

i. Obrigações (*covenants*): Nesta cláusula estão presentes as obrigações de fazer e não fazer de cada parte, além da obrigação de amortização do financiamento. Os agentes financeiros costumam exigir uma série de outros compromissos da SPE e dos 46 patrocinadores do projeto, especialmente com a finalidade de exercer certo controle e ingerência na

⁷⁸NEIVA, 2019, p. 42.

⁷⁹ Id, 2019, p. 42.

condução dos negócios da SPE, como, por exemplo, direitos de veto em relação a determinadas deliberações, de receber relatórios e informações periódicas, de fiscalizar as atividades da SPE, além da verificação do atendimento de uma série de índices financeiros.⁸⁰

ii. Causas de vencimento antecipado (*events of default*): Situações extraordinárias em que os agentes financeiros poderão declarar o vencimento antecipado da dívida, tais como o inadimplemento das obrigações (financeiras ou não) da SPE e/ou dos patrocinadores, situações extraordinárias em que os agentes financeiros poderão declarar o vencimento (quando aplicável), etc.⁸¹

a) Contratos de Garantias:

Conforme já evidenciado, uma das principais características do *project finance* é a responsabilidade limitada dos patrocinadores ou ainda apenas o fluxo de caixa como garantia para o pagamento do financiamento. Ocorre que no modelo limited recourse há solicitação de garantias pessoais dos patrocinadores, mas ainda assim são limitadas. As principais formas de constituição dessas garantias são:

i. Fiança corporativa: contrato de fiança em que os próprios patrocinadores garantem as obrigações da SPE frente aos agentes financeiros.

ii. Fiança bancária: mediante a entrega, aos agentes financeiros, de uma fiança emitida por instituição financeira, destinada a garantir as obrigações da SPE frente aos agentes financeiros. Neste caso, é prática habitual de mercado a exigência, pela instituição financeira emissora, de fiança corporativa dos patrocinadores, a título contragarantia

iii. *Equity Support Agreement* (ESA): celebração de um contrato pelo qual os patrocinadores assumem o compromisso de prover à SPE, a título de capital social ou mútuo subordinado, os recursos necessários para o cumprimento de suas obrigações frente aos agentes financeiros⁸².

⁸⁰NEIVA, 2019, p 46.

⁸¹Id, 2019, p 46.

⁸²ENEI, op. cit., 2018, p. 528. Na realidade, tal contrato não tem natureza jurídica de garantia, embora cumpra função semelhante à da fiança.

2.6 VANTAGENS E DESVANTAGENS

A partir da caracterização do *project finance* compreende-se que suas principais vantagens são: limitação (ou eliminação) da responsabilidade dos patrocinadores do projeto perante os agentes financeiros, riscos segregados em relação aos demais negócios do acionista, riscos diversificados, já que nesses projetos é avaliado o *bankability*, liberação de recursos públicos para atenção de outras demandas que não podem ser executadas pelo setor privado⁸³.

As desvantagens se caracterizam pelos riscos, como, por exemplo, de construção, de demanda, cambial, ambiental, político, legal, regulatório, dentre muitos outros. O tratamento e a alocação de tais riscos requerem o estabelecimento de estruturas jurídicas complexas. Para que uma operação de *project finance* funcione, é necessário conseguir que os distintos riscos do projeto se equacionem através de um conjunto de regras coligadas que permitam distribuir as responsabilidades de forma clara, suportar tensões futuras e, ao mesmo tempo, conservar a viabilidade do projeto.⁸⁴ Por isso são necessários contratos complexos e analíticos, que também possuem maior custo e em muitos casos inviabiliza a implementação.

⁸³ENEI, 2018.

⁸⁴NEIVA, 2019, p 26.

3 CAPÍTULO 3 - PROJECT FINANCE NO BRASIL

3.1 INTRODUÇÃO HISTÓRICA

No Brasil até a década de 90, os investimentos em infraestrutura eram realizados pelo Estado, após esse período o País passou por um processo de desestatização permitindo assim o surgimento da prática de *project finance* no Brasil. Uma vez concedida tal atuação para o setor privado, exigências para o aporte de capitais passaram a ser realizadas pelos investidores, sendo necessário, então, que as empresas vencedoras das licitações encontrassem novas formas de financiamento.⁸⁵

De acordo com as palavras Bonomi e Malvessi ⁸⁶:

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

Atualmente o *project finance* é utilizado em todo território nacional, sendo, atualmente, aplicado em diversos setores da economia, como o elétrico, petrolífero e de infraestrutura, tendo importante papel em projetos envolvendo os setores econômicos público e privado. Na tabela abaixo pode-se verificar o crescimento do modelo de financiamento no Brasil (Tabela 1)⁸⁷:

⁸⁵BORGES; FARIA, 2002.

⁸⁶BONOMI; MALVESSI, 2004, p. 64.

⁸⁷ANBIMA, 2019.

Tabela 1. Financiamento de projetos na modalidade *project finance*

ANBIMA » Mercado de Capitais Relatórios				
Project Finance em números				
Financiamento de Projetos na modalidade Project Finance				
Ano	Capital Próprio	Dívida	Investimento ¹	
	R\$ Milhões	R\$ Milhões	R\$ Milhões	Nº
2014	3.934	8.369	12.303	58
2015	9.582	17.657	27.239	37 ²
2016	7.862	11.263	19.125	27 ²
2017	11.715	18.000	29.715	31 ²
2018	13.627	22.436	36.063	39 ^{2,3}
2019	9.768	28.509	38.277	49 ^{2,3}

Concessões		
Ano	Concessões	
	R\$ Milhões	Nº
2014	63.764	103
2015	38.704	141
2016	8.899	21
2017	13.835	12
2018	26.467	104
2019	8.567	26

Fonte: ANBIMA, 2019.

3.2 PRÁTICA DO PROJECT FINANCE NO BRASIL

Como evidenciado, o *project finance* se baseia no fluxo de caixa como garantia principal, ou única, para o financiamento de projetos relacionados a infraestrutura.

A prática mais comum aplicada no Brasil é o modelo *limited recourse*, onde os patrocinadores assumem responsabilidade limitada a acerca do pagamento do crédito financiado. Neste caso os patrocinadores apresentam diversas garantias, consistentes em arranjos contratuais, medidas mitigadoras, limitação da aplicação dos recursos gerados pelo próprio empreendimento, e garantias pessoais e reais, mas ainda sim destaca-se que a responsabilidade é limitada, ou seja, os riscos não estão completamente mitigados e o financiamento não está completamente garantido⁸⁸.

No Brasil, há alguns financiadores que utilizam a modalidade *project finance* como Caixa Econômica Federal, BNB, investidores institucionais, conforme pode-se identificar na Tabela 2 abaixo⁸⁹:

Tabela 2. Financiamento de projetos na modalidade *project finance*- Relatórios

ANBIMA » Mercado de Capitais Relatórios						
Informações Adicionais de Financiamento de Projetos na modalidade Project Finance						
Voltar ao índice						
Fontes de Financiamento Desembolsadas de Longo Prazo						
Volume (%)						
% do Volume	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bancos	11,7%	8,8%	3,6%	1,9%	0,0%	0,0%
BNDES Direto	49,3%	55,7%	65,3%	59,3%	40,6%	37,9%
BNDES Repasse	7,7%	17,4%	4,9%	13,9%	0,0%	0,0%
Mercado de Capitais	30,0%	3,0%	17,0%	11,5%	30,6%	29,5%
Fontes de Financiamento Internacionais	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	8,3%	2,9%
BNB	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	20,6%	26,3%
Fontes de Financiamentos Regionais	1,2%	1,0%	6,8%	0,0%	0,0%	3,4%
Fundos de Poupança Compulsória	0,0%	13,3%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: ANBIMA, 2019.

⁸⁸RIBEIRO, 2014, p. 47.

⁸⁹ANBIMA, 2019.

Como pode-se verificar o BNDES é o principal financiador de projetos na modalidade *project finance* do Brasil. Desde a década de 90, muitos projetos foram financiados na modalidade *project finance* como a Via Dutra junto ao IFC, sendo um dos financiadores brasileiros com mais prática e expertise. No site do BNDES é possível conferir as garantias solicitadas para a concessão do financiamento, são elas:⁹⁰

Garantias pré-operacionais

Na fase de implantação do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada, desde que observado o seguinte: Compromisso dos acionistas controladores da beneficiária de complementar o capital da empresa em montante suficiente para finalizar a implantação do projeto. Celebração de contratos que obriguem os empreiteiros e/ou fornecedores de equipamentos a concluir o projeto dentro do orçamento predeterminado, em data previamente especificada e conforme as especificações técnicas destinadas a assegurar a operacionalização e o desempenho eficiente do projeto. Contratação de um seguro garantia, em benefício dos financiadores, contra riscos referentes à fase pré-operacional do projeto. Caso haja dúvida sobre a capacidade dos acionistas de efetuar sua contribuição financeira para o projeto, deverá ser exigido o aporte antecipado do capital próprio como condição prévia para a liberação do financiamento.

Garantias operacionais

Na fase operacional do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada pela concessão, cumulativa, do seguinte: Penhor ou alienação fiduciária, em favor dos principais financiadores, das ações representativas do controle da beneficiária. Penhor, em favor dos principais financiadores, dos direitos emergentes do contrato de concessão, quando houver. Outorga, aos principais financiadores, do direito de assumir o controle da beneficiária, quando admitido pela legislação.

Garantias reais

A exigência do índice de 130% de garantias reais poderá ser dispensada caso a beneficiária comprometa-se a: Não oferecer, em garantia a terceiros, os ativos e recebíveis do projeto sem autorização dos principais financiadores. Oferecer em garantia aos principais financiadores, caso estes solicitem, quaisquer ativos e recebíveis supervenientes do projeto.”

Para uma melhor compreensão, a garantia fidejussória se trata de uma garantia pessoal, a patrocinadora se sub-roga na posição de devedor e caso não assuma a obrigação assumida, oferece o próprio patrimônio para satisfazer a dívida ou obrigação assumida por terceiro. As principais garantias fidejussórias são: aval⁹¹, fiança⁹² e devedor solidário⁹³.

⁹⁰BNDES, 2021.

⁹¹BRASIL. 2002.

⁹²Id., 2002.

⁹³REVISTA DOS TRIBUNAIS, 1992.

A partir dessa análise, é possível observar que o BNDES exige a garantia pessoal dos patrocinadores na fase pré-operatório e operatória do projeto, como regra, Neiva faz a seguinte observação:

No que se refere à fase de construção, observa-se, ainda, que um desses requisitos é o “[...] compromisso dos acionistas controladores da beneficiária de complementar o capital da empresa em montante suficiente para finalizar a implantação do projeto”, o que não deixa de ser uma forma de garantia ilimitada dos patrocinadores até o completion.⁹⁴

3.3 ANÁLISE COMPARATIVA

Ao associar as garantias exigidas pelo BNDES para a concessão de financiamento através da modalidade *project finance*, nota-se que há um afastamento das melhores práticas do *project finance*, isto é, sua finalidade que justamente possui como pilar a limitação de responsabilidade (ou ausência) dos patrocinadores do projeto, sendo a receita proveniente do projeto a principal garantia para financiamento.

Como já evidenciado, os riscos no projeto *project finance* são altos exigem um arranjo contratual bastante complexo para ser mitigados, e eventualmente a garantia pessoal pode ser solicitada como último recurso, mas o posicionamento como regra distancia da essência do *project finance*.

O principal ponto de divergência na aplicação do *project finance* no Brasil, evidenciada através dos requisitos exigidos pelo BNDES, é o uso da garantia pessoal como regra e não como uma saída excepcional, sendo nas palavras de Tomás Neiva: o verdadeiro *project finance* é uma exceção na prática brasileira.⁹⁵ José Guardo especialista em *project finance* afirma⁹⁶ que:

Certamente, nos países da região e do entorno [do Brasil], o *project finance* real, ou seja, com recurso limitado ao patrocinador – e te diria, com recurso muito limitado ao patrocinador – é uma realidade que se utiliza de forma habitual. O incomum é esse tipo de estrutura que você acaba de comentar [recurso ilimitado ao patrocinador]. E é incomum porque as entidades que estão ativas nos países da região são entidades que estão muito especializadas em *project finance*, e que quando o risco da operação, em razão da existência destas garantias de completion (corporativas), começa a inclinar-se significativamente na direção de um risco corporativo, ainda que seja durante a fase inicial de construção, o projeto deixa de lhes ser interessante. E segundo, cada vez mais estamos vendo projetos muito sofisticados e um mercado voltado cada vez mais ao mercado de capitais, como destinatário certamente, nos países da região e do entorno [do Brasil], o *project finance* real, ou seja, com recurso limitado ao patrocinador – e te diria, com recurso muito limitado

⁹⁴NEIVA, 2019, p 51.

⁹⁵Id, 2019, p 37.

⁹⁶Sócio do Clifford Chance, em entrevista concedida à Tomás Neiva, 2019.

ao patrocinador – é uma realidade que se utiliza de forma habitual. O incomum é esse tipo de estrutura que você acaba de comentar [recurso ilimitado ao patrocinador]. E é incomum porque as entidades que estão ativas nos países da região são entidades que estão muito especializadas em *project finance*, e que quando o risco da operação, em razão da existência destas garantias de *completion* (corporativas), começa a inclinar-se significativamente na direção de um risco corporativo, ainda que seja durante a fase inicial de construção, o projeto deixa de lhes ser interessante. E segundo, cada vez mais estamos vendo projetos muito sofisticados e um mercado voltado cada vez mais ao mercado de capitais, como destinatário⁹⁷.

É compreensível também que muitos são os impasses que delimitam aplicação do *project finance* em sua forma original. Dentre eles, pode -se destacar a falta de segurança jurídica, a insuficiência de arranjos contratuais que mitigam o risco na fase de construção e *due diligence* frágil.

Ao examinar problemática da insegurança jurídica no Brasil para a aplicação do *project finance*, é possível identificar dois aspectos: a falta de legislação clara e objetiva que regule o tema, o que muitas vezes não ocorre; e a falta de posicionamento do poder judiciário⁹⁸, legislativo⁹⁹ e executivo¹⁰⁰ condizentes com a prática do mercado, o que promove mais incertezas e burocracias que tornam o ambiente inseguro acerca da certeza de êxito na provisão do fluxo de caixa do projeto.

Outro ponto que vale a pena ressaltar é que os arranjos contratuais as vezes são suficientes pois os especialistas não se mostram favoráveis a se responsabilizar integralmente os riscos previstos, ocasionados pela insegurança jurídica ou também por um caso fortuito, há ainda um *déficit* no mercado de seguros para construção no Brasil.

⁹⁷NEIVA, 2019.

⁹⁸O Judiciário, que contribui sobremaneira para este cenário não somente com a morosidade, mas também com a falta de coesão na prestação jurisdicional. De fato, historicamente, o sistema jurisdicional brasileiro sempre pareceu atribuir maior importância à livre formação do convencimento dos juízes que à necessidade de uma jurisprudência coesa. Medidas recentes como a súmula vinculante e os métodos de uniformização da jurisprudência do novo Código de Processo Civil caminham no sentido de dotar as decisões judiciais de maior.

⁹⁹O Legislativo, por sua vez, é o principal responsável pela existência de leis anacrônicas e marcos regulatórios instáveis. Em interessante estudo publicado em 2017, em que analisa os principais fatores de risco divulgados por 236 empresas abertas em seus formulários de referência, a KPMG Risk Advisory Services (KPMG) constatou que o risco regulatório – entendido como aquele associado a leis, normas e regulamentos atuais e futuros que são aplicáveis ao setor, ao mercado de capitais ou às empresas de modo geral – foi o mais citado entre as 53 categorias de risco levantadas, à frente, por exemplo, dos riscos derivados da concorrência e das condições econômicas e de mercado.

¹⁰⁰O Executivo gera insegurança, por exemplo, com o alto grau de burocracia e incerteza na tramitação de procedimentos administrativos. Aliado a isso, a inação dos agentes públicos por receio de responsabilização pessoal – chamada, no jargão de mercado, de “apagão da caneta” – é apontada como um dos fatores que agravam o quadro de ineficiência e instabilidade. No contexto dos projetos de infraestrutura, o Executivo também causa insegurança com indefinição, decisões erráticas e lançamento de projetos em condições desalinhadas com a lógica de mercado.

Apesar de todos os pontos observados, é importante compreender que os setores estão atentos e progredindo no intuito de promover o investimento em infraestrutura no Brasil, dessa forma apesar de ainda não ser amplamente praticado, já há casos em que há previsão de aplicação do modelo *non recourse*, como evidencia a notícia abaixo publicada no site do BNDES, 2002:

Modelo de financiamento do BNDES será usado pela 1ª vez em rodovia de pequeno porte [...] O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) aprovou, pela primeira vez, um financiamento no modelo “project finance non recourse” para uma concessionária de rodovia de pequeno porte no Brasil. A “Via Brasil MT 100 Concessionária de Rodovias S/A” vai investir cerca de R\$ 300 milhões nos primeiros sete anos de concessão de trecho da rodovia estadual MT-100, no estado do Mato Grosso. [...] Segundo Eduardo Nali, gerente do Departamento de Infraestrutura e Concessões Rodoviárias do BNDES, “a estruturação da operação na forma de um project finance non recourse seguiu as melhores práticas internacionais e foi ao encontro das necessidades de um projeto cujos acionistas são de menor porte. Isso traz desafios quanto à obtenção de garantias corporativas ou mesmo para acessar o mercado financeiro e negociar fianças bancárias com custo que não prejudiquem o projeto”. Para viabilizar o financiamento nessa modalidade, foram estabelecidas obrigações e mitigantes que deixaram o projeto mais seguro. O resultado foi fruto de mais de um ano de trabalho intenso e conjunto entre o time da Via Brasil e o time do BNDES, lastreados por um processo profundo de *due diligence* realizado pela Arcadis. A avaliação e validação do projeto seguiu sempre na busca por soluções e alterações que visavam o melhor resultado”, avaliou João Couri, CEO da Via Brasil MT 100. “Este é o primeiro investimento dessa natureza em Mato Grosso na modalidade project finance non recourse, o que atesta a crença da Via Brasil no projeto e no Estado, abrindo a porta para outros empreendimentos locais junto ao BNDES, o que pode ser vital para viabilizá-los neste momento em que o Banco busca adequar seu investimento em projetos de menor porte, tão essenciais para o desenvolvimento do Brasil quanto os grandes”, destacou Couri.¹⁰¹”

Nesta notícia é possível perceber muitos das características e recursos citados ao longo deste trabalho para a configuração do *project finance*, ou *non recourse*. Neste caso houve o aporte inicial da Acionista, que garantiu o valor além da concessão; um minucioso trabalho de *due diligence* para vislumbrar os riscos envolvidos, e como resultado foram incluídas nos contratos cláusulas de obrigações que mitigassem o risco; há também a preocupação da administração do fluxo de caixa, visto que é a garantia principal. De acordo com a entrevista, há inclinação para a ampliação do uso do modelo *non recourse* para futuros financiamentos, garantindo que os investimentos em infraestrutura no Brasil permaneçam crescentes.¹⁰²

¹⁰¹BNDES, 2002.

¹⁰²Id, 2002.

CONCLUSÃO

Não restam dúvidas sobre a importância de investimentos em infraestrutura no mundo e no Brasil, tendo em vista que este é um setor fundamental para o crescimento econômico e bem-estar social da população. Através da exposição foi possível os investimentos nesta área crescerem ano após ano, e ainda assim não satisfazem a tendência de desenvolvimento das sociedades contemporâneas, e mais ainda, expressa a desigualdades sociais, visto que em muitos países a infraestrutura básica ainda é precária, como o acesso à água, eletricidade e saneamento básico. Pelos motivos destacados, também ficou expresso que a infraestrutura se conecta diretamente ao direito ao desenvolvimento e a dignidade da pessoa humana.

Após a explanação sobre a relevância da Infraestrutura ao nível mundial, foi possível entender a prática do *project finance* como um viabilizador do desenvolvimento nessa área, pois sua principal característica é limitar a responsabilidade do patrocinador do projeto, resguardando a garantia pessoal e promovendo como garantia ao financiador a receita gerada. Foi possível notar também que esse tipo de financiamento possui riscos e que exige um complexo arranjo contratual, mas que ainda sim, sua utilização no mundo possui aumento progressivo, comprovando seu êxito, na prática internacional.

A aplicação do *project finance* no Brasil ganha notoriedade após a década de 90 e atualmente é amplamente utilizado. Ocorre que no Brasil, o modelo mais comum a ser aplicada é o *limited recourse*, e o principal financiador do país exige garantia pessoal dos acionistas do projeto afastando da essência do *project finance*, não permitindo assim que este tipo de financiamento seja tão atrativo para os patrocinadores, quanto na prática internacional. Atento a essa problemática o BNDES prevê uma maior utilização dos modelos tradicionais de *project finance* para os projetos futuro.

Modelos tradicionais de financiamento de projetos já apresentam evidências de sucesso na captação de patrocinadores para projetos de infraestrutura e, portanto, maior previsibilidade de desenvolvimento do setor. No Brasil, o *project finance* ainda não atingiu todo o seu potencial, pois a maioria dos modelos utilizados até agora são semelhantes ao *corporate finance*. Portanto, é necessário o desenvolvimento cuidadoso de práticas baseadas em risco e uma legislação mais clara, com um diálogo mais amplo entre as três autoridades, garantindo segurança jurídica e tornando o cenário favorável para a adoção do *project finance* como era originalmente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDIB - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INFRAESTRUTURA E INDÚSTRIAS DE BASE. **Agenda de propostas para a Infraestrutura**. São Paulo: ABDIB, 2018. Disponível em: <https://www.abdib.org.br/28580-2/>. Acesso em: 4 mar. 2022.

ANBIMA. **Financiamento de projetos na modalidade project finance alcança R\$ 39 bilhões em 2019**. 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/financiamento-de-projetos-na-modalidade-project-finance-alcanca-r-39-bilhoes-em-2019.htm. Acesso em: 12 fev. 2022.

ARAÚJO, W. F. G. As estatais e as PPPs: o project finance como estratégia de garantia de investimentos em infraestrutura. **Revista do Serviço Público**, Brasília, v. 57, n.2, p. 169-190, abr./jun. 2006. Disponível em: Acesso em: 15 nov. 2021.

AZEVEDO, E., M. **Notas sobre Contratos EPC**. Âmbito Jurídico - Educação jurídica gratuita e de qualidade. 2012. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-civil/notas-sobre-contratos-epc/>. Acesso em: 4 jan. 2022.

BID. **Informe BID: Brasil**. Cepal.org. 2009. Disponível em: <https://www.cepal.org/pt-br/publicaciones/32693-informe-bid-brasil>. Acesso em: 4 mar. 2022.

BNDES **Project finance**: 2002. Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 4 mar. 2022.

BNDES. **Modelo de financiamento do BNDES será usado pela 1ª vez em rodovia de pequeno porte**. 2002. Disponível em <https://www.bndes.gov.br>. Acesso em 15 fev. 2022.

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

BORGES, L. F. X.; FARIA, V. C. S. **Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, dez./2002.

BORGES, L. F. X. **Project Finance e Infra-estrutura: descrição e críticas**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105 a 121, jun./1999. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev905.pdf. Acesso em: 11 jan. 2022.

BRASIL. **Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 4 jan. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Arts. 818 a 839. Código Civil. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 4 mar. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Arts. 898 a 900.** Código Civil. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 4 mar. 2022.

BRASIL. **Constituição 1988. Artigo 1º, inciso III,** Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 25 jan. 2022.

BRASIL. **Constituição 1988. Art. 21,** Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 25 jan. 2022.

BRASIL. **Constituição 1988. Art. 6º,** Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 25 jan. 2022.

BRASIL. **Lei n.º 11.079.** Planalto.gov.br. 2004. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111079.htm. Acesso em: 4 mar. 2022.

CRASA INFRAESTRUTURA. **Os 10 Países com a melhor infraestrutura do Mundo.** 2019. Disponível em: <https://www.crasainfra.com/post/os-10-pa%C3%ADses-com-a-melhor-infraestrutura-do-mundo>. Acesso em: 07 fev. 2022.

DIAS, G. F. Project Finance (primeiras notas). In: ABREU, J. M. Coutinho; RAMOS, E.; ABREU, J. M. C.; PEREIRA, A. L. D; DIAS, G. **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, F. S. **Aspetos jurídicos do Project finance.** Curitiba, 2015.

ENEI, J. V. L. Project finance e suas novas tendências: duas décadas de aplicação no Brasil. In.: CARVALHO, A. C.; CASTRO, L. F. M. (Org.). **Manual de project finance no direito brasileiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2018.

FERNANDES PEREIRA, M. M. **Editorial. Direito e Desenvolvimento,** v. 7, n. 13, p. 09, 2017. Disponível em: <https://periodicos.unipe.br/index.php/direitoedesenvolvimento/article/view/297>. Acesso em: 4 mar. 2022.

FINNERTY, J. D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos.** Trad. port. Bazán Tecnologia e Linguística, sob a supervisão de Eduardo Fortuna. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2007.

GLOBAL INFRASTRUCTURE OUTLOOK. **Global Infrastructure Outlook Oxford Economics** 2022. Disponível em <https://www.oxfordeconomics.com/recent-releases/Global-Infrastructure-Outlook>>Acessado em: 05 fev. 2022.

GUGGENHEIM INVESTMENTS. *The Global Demand for Infrastructure Investment*. Guggenheiminvestments.com. 2022. Disponível em: <https://www.guggenheiminvestments.com/institutional/firm/sustainable-investing-esg/the-global-demand-for-infrastructure-investment>. Acesso em: 4 mar. 2022.

HOFFMAN, S. L. *The law and business of international project finance*. 3rd ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

IMPrensa NACIONAL. **Decreto n.º 8.874, de 11 de outubro de 2016** - DOU - Imprensa Nacional. In.gov.br. 2016. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/decreto-n-8-874-de-11-de-outubro-de-2016-21292942>. Acesso em: 4 mar. 2022.

IPEA. **Relatório de Pesquisa - Infraestrutura e Planejamento no Brasil Coordenação estatal da regulação e dos incentivos em prol do investimento – o caso do setor elétrico Relatório de Pesquisa**. 2012. Disponível em http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7690/1/RP_Infraestrutura_2012.pdf: Acesso em: 05 fev. 2022.

LIRA, R. P. **Elementos de Direito Urbanístico**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 167.

MARÇAL, T. B. **Temas de direito público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, p. 268. 2018.

MICHAELIS. **Infraestrutura.**, Dicionário Online de Português. Editora Melhoramentos. 2021. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/busca?id=nelkM>. Acesso em: 10 fev. 2022.

MOREIRA, C. **Consolidação substancial e project finance**. 2018. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/357087/consolidacao-substancial-e-project-finance>. Acesso em: 17 fev. 2022.

MOREIRA, E. B.; GUIMARÃES, B. S. Sociedades de Propósito Específico na Lei de PPP (considerações em torno do art. 9º da Lei. 11.079/2004). *In: JUSTEN FILHO, M.; SCHWIND, R. W. (Org.). Parcerias Público-Privadas: reflexões sobre os 10 anos da Lei 11.079/2004*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015. p. 493-528.

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

NEIVA, T. B. O. **Project finance no Brasil: Análise Crítica e Propostas de Aperfeiçoamento**. São Paulo, 2019.

OCDE. **Relatório da OCDE sobre a promoção do investimento em infraestrutura**. 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/economy/surveys/Brasil-2015-resumo.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2022.

OLIVEIRA. **Investimento previsto em infraestrutura cresce 40%, mas ainda é pouco**. UOL notícias, 2021. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/12/07/infraestutura-investimento-esperado-no-pais-sobe-40-mas-segue-fraco.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 09 fev. 2022.

PGESP. Tratado Internacional - Declaração e Programa de Ação de Viena. 1993. Sp.gov.br. Disponível em: <http://www.pge.sp.gov.br/centrodeestudos/bibliotecavirtual/instrumentos/viena.htm>. Acesso em: 4 mar. 2022.

PEREIRA, R. S. **Project Finance como fonte alternativa de recursos**. 2003. 110 f. Dissertação (mestrado em Engenharia da Produção) - Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC,

PPP KNOWLEDGE LAB. **PPP Reference Guide**. Pppknowledgelab.org. 2021. Disponível em: <https://pppknowledgelab.org/guide/sections/27-ppp-laws>. Acesso em: 4 mar. 2022.

RDAI. **Sobre a Revista. Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura RDAI**. 2021. Disponível em: <https://www.rdai.com.br/index.php/rdai/about>. Acesso em: 4 mar. 2022.

REFINITIV. **Global Project finance Review**, 2020 Disponível em: <https://thesource.refinitiv.com/TheSource/getfile/download/b75a2ed9-d685-492c-b3d4-c24a5cf5d4f3>. Acesso em: 09 fev. 2022.

RIBEIRO, R. D. M. G. P. **As Operações Project finance**. Coimbra, 2014.

ROCHA, P. T. V. **As Particularidades do Investimento em Infraestrutura**. 2018. Disponível em: <https://www.abdib.org.br/wp-content/uploads/2018/03/Texto-para-reflex%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 12 fev. 2022

UNESCAP. **A Guidebook on Public-Private Partnership in Infrastructure**. 2011. Disponível em: https://www.unescap.org/sites/default/files/ppp_guidebook.pdf. Acesso em: 04 fev. 2022.