

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND**

LARISSA CAMPBELL MOREIRA CHAVES

***PROJECT FINANCE* NO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA: PRINCÍPIOS
GERAIS E ANÁLISE DE RISCOS**

RIO DE JANEIRO
2023

LARISSA CAMPBELL MOREIRA CHAVES

***PROJECT FINANCE* NO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA: PRINCÍPIOS
GERAIS E ANÁLISE DE RISCOS**

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

RIO DE JANEIRO
2023

CIP - Catalogação na Publicação

C512p Chaves, Larissa Campbell Moreira
Project Finance no financiamento da
infraestrutura: princípios gerais e análise de
riscos / Larissa Campbell Moreira Chaves. -- Rio de
Janeiro, 2023.
48 f.

Orientador: Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Project Finance. 2. Infraestrutura. 3. Due
diligence. 4. Análise de riscos. I. Pizoeiro,
Carolina Araujo de Azevedo, orient. II. Título.

LARISSA CAMPBELL MOREIRA CHAVES

***PROJECT FINANCE* NO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA: PRINCÍPIOS
GERAIS E ANÁLISE DE RISCOS**

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

Data da Aprovação: __ / __ / 2023.

Banca Examinadora:

Carolina Araujo de Azevedo Pizoeiro Geromilich (Orientadora)

Membro da Banca

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO
2023

RESUMO

A presente monografia tem por objetivo promover a discussão acerca dos riscos associados ao modelo de arranjo financeiro *project finance*, diante de sua importância para o desenvolvimento de empreendimentos da área de infraestrutura. Conforme será explicado, o *project finance* é realizado mediante a prévia constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), que figura como tomadora dos fundos mutuários. Além disso, o fluxo de caixa e os ativos do próprio empreendimento são a fonte principal de pagamento do serviço e da amortização do empréstimo. Apesar de suas vantagens, esse mecanismo cria a necessidade de um minucioso processo de auditoria (*due diligence*) que constate os riscos do projeto e sua consequente capacidade de arcar com a dívida tomada. Diante desse cenário, busca-se demonstrar que a adequada identificação e alocação (de modo contratual ou legal) dos riscos associados ao *project finance*, principalmente em projetos de infraestrutura, é essencial para garantir a viabilidade e a probabilidade de sucesso do projeto, especialmente em um ambiente econômico e regulatório cada vez mais complexo.

Palavras-chave: Infraestrutura; *Due diligence*; Análise de riscos; *Project Finance*.

ABSTRACT

The purpose of this work is to promote a discussion on the risks associated with the project finance arrangement model, considering its importance for the development of infrastructure projects. As will be explained, project finance is carried out through the prior establishment of a special purpose vehicle (SPV), which is the borrower of the funds. In addition, the cash flow and the assets of the project itself are the source of the service payment and loan repayment. Despite its advantages, this mechanism creates the need for a detailed due diligence process to verify the project's risks and its consequent ability to pay the debt. Given this scenario, this work seeks to demonstrate that the proper identification and allocation (contractually or legally) of risks associated with project finance, especially in infrastructure projects, is essential to ensure the viability and probability of project success, especially in an increasingly complex economic and regulatory environment.

Keywords: Infrastructure; Due diligence; Risk analysis; Project Finance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura básica do <i>project finance</i>	19
Figura 2 – Financiamento de projetos na modalidade <i>project finance</i>	21
Figura 3 – Fatores de risco e mitigadores no <i>project finance</i>	36

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Características <i>corporate finance</i> vs. <i>project finance</i>	14
Tabela 2 – Fontes de financiamento de longo prazo desembolsadas no Brasil.....	21
Tabela 3 – Desafios para a ampliação do <i>project finance</i> no Brasil.....	22
Tabela 4 – Contratos coligados	26
Tabela 5 – Principais cláusulas em contratos financeiros	32

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ARTESP	Agência de Transporte do Estado de São Paulo
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Entrevias	Entrevias Concessionária de Rodovias S.A.
ESA	<i>Equity Support Agreement</i>
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
PFI	<i>Private Finance Initiative</i>
PPP	Parceria Público-Privada
SPE	Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	PRINCÍPIOS GERAIS DO <i>PROJECT FINANCE</i> EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	11
2.1	<i>Corporate finance e project finance</i>	12
2.1.1	Principais vantagens do <i>project finance</i>	15
2.2	Contextualização jurídica do <i>project finance</i>	16
2.2.1	Responsabilidade limitada dos patrocinadores	17
2.2.2	Auditoria do projeto	17
2.2.3	Contratos coligados	19
2.3	Breve análise do modelo brasileiro de financiamento de projetos	20
3	ESTRUTURA CONTRATUAL DO <i>PROJECT FINANCE</i>	26
3.1	Garantias do projeto	27
3.1.1	Propriedade fiduciária	28
3.1.2	Estrutura de contas	29
3.1.3	Contrato de Aporte de Capital / ESA	30
3.2	Contratos financeiros	31
3.3	Contratos do projeto	32
3.3.1	Contrato de Construção / EPC	33
3.3.2	Contrato de Operação e Manutenção / O&M	33
4	ANÁLISE DE RISCOS DO <i>PROJECT FINANCE</i>	35
4.1	Viabilidade comercial	37
4.2	Riscos de conclusão (<i>completion</i>)	38
4.2.1	Obtenção de licenças	38
4.2.2	Fatores relacionados à empreiteira	38
4.2.3	Sobrecustos de construção (<i>cost overrun</i>)	39
4.2.4	Atraso na conclusão física do empreendimento	39
4.3	Riscos socioambientais	40
5	NOTAS CONCLUSIVAS	42
	REFERÊNCIAS	44

1 INTRODUÇÃO

Sob a perspectiva histórica, a utilização de recursos privados para investimentos em projetos de infraestrutura pública não é recente. O sistema rodoviário inglês, por exemplo, foi renovado nos séculos XVIII e XIX utilizando investimentos privados, servindo as receitas tarifárias de pedágio como lastro do financiamento. Ainda na Inglaterra, em 1992, criou-se o programa político-econômico chamado *Private Finance Initiative* (PFI), pioneiro para contratação de obras e serviços públicos e essencial para o surgimento do que hoje se conhece por parceria público-privada (PPP).

É certo, contudo, que durante a primeira metade do século XX, em diversos locais, o Estado assumiu o papel principal no setor de infraestrutura¹. Tradicionalmente, os grandes empreendimentos dos países desenvolvidos eram financiados pelo setor público, ao passo que as sociedades empresárias tomadoras de empréstimos corporativos levantavam recursos para projetos do setor privado. Nos países em desenvolvimento, os governos utilizavam financiamentos advindos do mercado bancário internacional, de instituições multilaterais ou de créditos à exportação.

A predominância da atuação estatal no financiamento de infraestruturas começou a ser revertida junto ao avanço do processo mundial de desregulamentação do setor público e de privatização, em meados da década de 1990, havendo a transferência para o setor privado de grande parcela do ônus financeiro. Da mesma forma, na medida em que a sociedade foi ganhando complexidade, criou-se uma maior demanda por infraestruturas, o que abriu espaço para o desenvolvimento da parceria entre o Estado e a iniciativa privada, visto que essa associação permitia celeridade na realização de obras e maior eficiência na operação dos serviços.

É nesse ambiente de mudança que se desenvolveu a modalidade de financiamento na forma do *project finance*, comumente utilizado na construção e operação de grandes

¹ Cabe esclarecer que o termo “infraestrutura” será utilizado ao longo deste trabalho de modo amplo, abrangendo os mais variados setores e indústria (saneamento básico, energia, telecomunicações, transportes etc.), cujos produtos ou serviços oferecidos à sociedade são necessários para seu desenvolvimento. Também é importante observar que projetos de infraestrutura implicam vários desafios, considerando que demandam um longo período de maturação, sujeito às mudanças nas condições econômicas, políticas e tecnológicas do local, e altos custos de implementação, dado o grande porte dos empreendimentos.

empreendimentos de infraestrutura. Nessa modelagem, constitui-se uma sociedade empresária de direito privado, sob a forma de sociedade limitada ou sociedade anônima, cujo objeto social será explorar as atividades específicas em função das quais a dívida é tomada, e para as quais os recursos levantados devem ter destinação obrigatória e exclusiva, geralmente sob pena de vencimento antecipado da dívida.

Além disso, a viabilização desse arranjo financeiro, isto é, a amortização da dívida, se dá pela geração de fluxo de caixa futuro do projeto financiado, e não pelo balanço patrimonial dos patrocinadores (*sponsors*), como nos financiamentos corporativos convencionais.

Conforme será demonstrado, uma vez que as receitas advindas do próprio projeto funcionam como fonte de pagamento do empréstimo, a implementação do *project finance* demandará uma análise criteriosa dos mais variados aspectos que abrangem o projeto. Essa análise permitirá que os riscos sejam identificados, analisados e, posteriormente, mitigados.

Por sua vez, a mitigação dos riscos requererá a negociação de uma estrutura jurídica complexa, abrangendo uma rede de contratos coligados, harmônicos entre si. Essa estrutura jurídica exige ainda um conjunto de providências, tais como a própria constituição da SPE, o registro de operações perante os órgãos responsáveis, e até mesmo a deliberação de atos societários, que antecedem e dão eficácia aos instrumentos contratuais.

Nesse contexto, o presente trabalho busca analisar os riscos inerentes aos projetos estruturados por *project finance*, de modo a fornecer um guia para os princípios que o norteiam e para as questões práticas que podem causar dificuldade nas negociações comerciais e financeiras que envolvem essa modelagem.

Dessa forma, será apresentado, no primeiro capítulo, as características gerais do *project finance*, passando pelos principais pontos que o difere dos demais tipos de financiamento. Também será feita uma breve análise do modelo brasileiro de financiamento de projetos, tipicamente caracterizado pela forte predominância dos bancos públicos.

No segundo capítulo, será apresentada a estrutura contratual essencial para a mitigação dos riscos identificados na *due diligence*, cujas disposições se destinam a distribuir direitos e responsabilidades entre as diversas partes envolvidas no projeto. Por fim, no terceiro capítulo,

serão tecidas considerações acerca dos principais riscos associados ao *project finance*, ainda que sem a pretensão de propor soluções para todos os problemas aqui abordados.

Com isso, busca-se demonstrar que a identificação desses riscos e alocação das responsabilidades realizadas de maneira clara, contratual ou legalmente, permite que tensões futuras sejam suportadas e que a viabilidade do projeto de infraestrutura seja conservada, de modo que seu fluxo de caixa seja previsível e suficiente para suportar a dívida assumida.

2 PRINCÍPIOS GERAIS DO *PROJECT FINANCE* EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

A estruturação de projetos de infraestrutura econômica, social e urbana é fundamental para a devida provisão de serviços públicos à população e, conseqüentemente, para o desenvolvimento social e econômico de uma região, dado que “*ao longo do processo de formação socioespacial, os investimentos em infraestrutura favorecem as condições de desenvolvimento socioeconômico de algumas porções do território, enquanto as ausências ou deficiências infraestruturais em algumas áreas restringem as suas possibilidades de desenvolvimento. Assim, a quantidade e a qualidade da infraestrutura disponível no território qualificam e condicionam seu processo de desenvolvimento*”².

No Brasil, o BNDES foi utilizado como figura central para promoção de investimentos em infraestrutura. Fundado em 1952, a atuação do banco foi inicialmente marcada por grandes investimentos concedidos por meio de taxa de juros de longo prazo que, ao apresentarem maiores vantagens quando comparadas ao mercado de capitais, dificultaram o uso de capital privado para projetos de infraestrutura pública.

Contudo, acompanhando as tendências internacionais, o BNDES experimentou um forte crescimento, desenvolvendo estratégias de parceria com o setor privado. Hoje, o banco revela a intenção de ampliar a oferta de modelos de financiamento *project finance*³, destinados a projetos de longo prazo, principalmente no setor de infraestrutura.

Por força dos usos e costumes do mercado, financiamentos ditos *project finance* ocorrem mediante a prévia constituição de uma entidade legal separada, geralmente sob a forma de sociedade anônima – a SPE. Essa sociedade recém-constituída – sem histórico de atividades ou de crédito –, é a titular de todos os direitos e obrigações relacionados ao projeto, bem como a receptora do financiamento, isto é, quem figurará como mutuária dos recursos. A função da SPE

² INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Infraestrutura social e urbana no Brasil: subsídios para uma agenda de pesquisa e formulação de políticas públicas*. Brasília: Ipea, 2010, p. 19. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3211?locale=pt_BR. Acesso em: 9 abril. 2023.

³ POLO, Érica. *BNDES planeja diversificar e agilizar liberação de crédito para infraestrutura*. Valor Econômico: São Paulo, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2023/06/15/bndes-quer-diversificar-e-agilizar-liberacao-de-credito-para-infraestrutura.ghtml>. Acesso em: 17 jun. 2023.

é um *plus* em relação às razões pelas quais, desde sempre, se criam pessoas jurídicas, consistentes na separação dos riscos inerentes às atividades empresariais do patrimônio pessoal dos sócios. Além de proteger, destarte, o grupo societário pelo risco de novos empreendimentos, evitando que atividades até então desconhecidas contaminem aquelas que já vinham sendo exercidas, para os fins do financiamento, a constituição de uma SPE serve para segregar os riscos do grupo societário da mutuária daqueles contraídos agora pelo mutuante, assegurando, outrossim, que os fundos mutuados sejam efetivamente destinados ao objeto social da nova sociedade empresária, criada, ademais, para aqueles fins.⁴

Cabe esclarecer, todavia, que a estrutura de um financiamento é determinada pelas especificidades de cada indústria e de cada projeto. Não existe, portanto, um *project finance* “padrão”, mas sim princípios comuns subjacentes às operações financiadas por esse método, os quais serão abordados e conceitualmente explicados ao longo deste trabalho.

Antes de adentrá-los, entretanto, deve-se explorar a diferença do *project finance* para os financiamentos corporativo convencionais (*corporate finance*), considerando, ainda, as especificidades advindas do próprio setor de infraestrutura.

De fato, os empreendimentos de infraestrutura demandam vultosos investimentos, elevando o montante da dívida que deve ser contraída a fim de desempenhar as atividades de a partir dos quais se prestam serviços essenciais ao Estado. Nesses projetos,

como regra, o capital financeiro destina-se à aquisição de bens que têm um preço de oferta alto, apresentam indivisibilidades e são muito ilíquidos, exigindo escalas maiores do que a da maioria dos empreendimentos industriais. Além disso, o período de construção é mais longo e os investimentos não são passíveis de usos alternativos, implicando custos irrecuperáveis (*sunk costs*). Em outras palavras, as sociedades empresárias responsáveis por empreendimentos de infraestrutura demandam comparativamente muito mais tempo para gerar valor.⁵

2.1 *Corporate finance e project finance*

Conforme demonstrado, o *project finance* é um método de obtenção de financiamento de dívida de longo prazo para projetos de grande porte, geralmente de capital intensivo, no qual a concessão do crédito se baseia no fluxo de caixa gerado apenas pelo projeto, ou seja, na capacidade da SPE de gerar os recursos necessários ao pagamento da dívida. Esse arranjo

⁴ SUNDFELD, Carlos Ari et al. *Direito da Infraestrutura*. Vol 1. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 344.

⁵ *Ibid.*, p. 346.

busca proteger os patrocinadores e limitar a responsabilidade destes perante a dívida assumida, isolando quaisquer riscos do projeto de quaisquer outros negócios desenvolvidos.⁶

Nos financiamentos corporativos convencionais, por outro lado, o patrimônio geral da sociedade responde por todas as obrigações. Aqui, importará para os patrocinadores a análise da saúde financeira, da estrutura de capital e do nível de endividamento geral da mutuária, incluindo a pontualidade no pagamento de obrigações financeiras anteriores, e a capacidade de adaptação diante das mudanças do mercado. Em suma, o projeto para o qual se busca recursos é apenas mais um entre as demais atividades exercidas pela sociedade.

Nas palavras de Rafael Vanzella⁷,

nos empréstimos corporativos, olha-se para o passado, avaliando a qualidade de bom pagador que eventualmente o mutuário possa ostentar, bem como seus êxitos até então alcançados na geração de resultados. Assume-se, outrossim, que o mutuário permanecerá em operação por tempo indeterminado, podendo renovar indefinidamente seus empréstimos (rolagem da dívida).

Já no *project finance*,

a análise é eminentemente prospectiva e, como tal, muito mais exigente em termos de metodologia e disciplina: indagações sobre o crédito do mutuário e a prática de diligências podem nem ser aplicáveis, colocando-se em questão, ao contrário, a qualidade da concepção e do detalhamento dos projetos, bem como a integridade na sua execução, com maior rigor no cumprimento de prazos e na observância dos custos estimados, princípios esses capazes de gerar inúmeras externalidades positivas para todo o setor de infraestrutura, inclusive e especialmente em termos de educação financeira.⁸

Nesse cenário, fala-se em (i) *non-recourse project finance*, quando há a ausência de responsabilidade dos patrocinadores perante os credores em caso de insuficiência de recursos do projeto; e (ii) *limited recourse project finance*, hipótese em que os patrocinadores assumem algum nível de compromisso e/ou presta determinadas garantias. Importante mencionar que um financiamento com recurso ilimitado ao patrocinador – *full recourse* –, em que os credores possam alcançar sem restrições o patrimônio geral dos patrocinadores, não será *project finance*, mas sim *corporate finance*.

⁶ Por isso, os credores somente aceitarão a concessão do crédito caso estejam certos da solidez e da qualidade do projeto.

⁷ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 352.

⁸ *Ibid.*

Com efeito, a questão-chave para o enquadramento do financiamento em uma das duas modalidades (*corporate finance* ou *project finance*) consiste no tipo de garantia fidejussória prestada pelo acionista da mutuária a seus credores: acaso existente e sem nenhuma limitação, haveria um *corporate finance*; acaso existente, mas limitada no tempo e no valor, comparativamente ao prazo e custos globais do empreendimento, haveria um *limited recourse project finance*.⁹

Portanto, ainda que em ambas as modalidades de financiamento analisadas o mutuário possa prestar garantias reais de cumprimentos de suas obrigações¹⁰, no *corporate finance*

o mutuante tende a exigir que, adicionalmente, como se disse, a essas garantias, gerais e especiais, os acionistas do mutuário prestem, eles mesmos, uma garantia fidejussória, geralmente sob a forma de fiança. É a circunstância de o acionista do mutuário ser também – e em adição às garantias reais prestadas pelo próprio devedor – seu garantidor que leva à classificação do mútuo de escopo como *corporate finance*, classificando-se como *project finance* o mútuo de escopo cujo mutuante não tenha ação, pelo menos integralmente, contra o acionista do mutuário.¹¹

A Tabela 1 abaixo simplifica as diferenças supracitadas, a serem consideradas no estudo da diferenciação dessas duas alternativas de viabilização de projetos de grande porte e complexidade.

Tabela 1 – Características *corporate finance* vs. *project finance*

CRITÉRIOS	CORPORATE FINANCE	PROJECT FINANCE
EMPREENDIMENTO	Desenvolvido e explorado em conjunto com as demais atividades e negócios da sociedade empreendedora	Desenvolvido e explorado segregadamente, sem influência dos demais negócios conduzidos pelo patrocinador
PERSONALIDADE JURÍDICA	O empreendimento é desprovido de personalidade jurídica própria, sendo um entre as várias atividades conduzidas pela sociedade empreendedora	O empreendimento é personalizado mediante a constituição de uma sociedade de propósito específico

⁹ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 363.

¹⁰ Essas garantias reais são prestadas comumente na forma de alienação fiduciária de máquinas e equipamentos, alienação fiduciária de bens imóveis, e cessão fiduciária dos direitos creditórios, que serão abordadas no segundo capítulo deste trabalho.

¹¹ *Ibid.*, p. 350.

FINANCIAMENTO EXTERNO	Possível por meio da análise do risco de crédito da sociedade empreendedora por parte do financiador. Em caso de eventual execução, recorre-se a todo o patrimônio da sociedade	Possível por meio da análise da viabilidade e sucesso do empreendimento. Em caso de eventual execução, o financiador não pode alcançar o patrimônio geral do patrocinador, mas tão somente os ativos e receitas do projeto
GARANTIAS AO FINANCIADOR	Como todo o patrimônio da sociedade empreendedora responde por suas dívidas, via de regra, não há necessidade de garantias reais ou pessoais, embora estas possam ser exigidas	Garantias reais sobre os ativos e receitas vinculados ao empreendimento, sendo que o patrocinador pode outorgar garantia apenas na forma de penhor das ações da sociedade do projeto
FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	O gerente tem amplo arbítrio com relação à alocação do fluxo de caixa líquido. Os fluxos de caixa se misturam e depois são alocados de acordo com a política corporativa	Os gerentes têm arbítrio limitado com relação à alocação do fluxo de caixa. Em decorrência de disposição contratual, o fluxo de caixa líquido deve ser distribuído aos investidores de capital no projeto
ESTRUTURA JURÍDICA	Apenas um contrato pode ser suficiente	Uma rede de contratos coligados é necessária
RISCOS	Diversificados em função das diversas atividades e negócios. Ganhos em uma atividade da sociedade empreendedora podem compensar perdas em outras	Específico ao empreendimento. Resultados, ganhos ou perdas não se comunicam com outras atividades da sociedade patrocinadora. Necessidade de alocação clara dos riscos mediante contratos de longo prazo
GESTÃO	Única para todos os negócios da sociedade empreendedora. Pouca influência do financiador externo	Específica para o empreendimento. Monitoramento e fiscalização intensa dos financiadores externos

Fonte: Adaptado de CAPELLÃO, 2019.

2.1.1 Principais vantagens do *project finance*

À despeito dos riscos e dos custos associados ao *project finance*, diversas são as razões pelas quais investidores e terceiros beneficiam-se dessa modelagem. Para facilitar o estudo dessas vantagens, deve-se analisá-las sob as perspectivas das diferentes partes do projeto.

Para os patrocinadores, na medida em que empreendimento financiado é segregado de seus demais negócios, há a possibilidade de que realizem diversos projetos relevantes simultaneamente. Outro motivo para utilização do *project finance* é a alta alavancagem, que ocorre especialmente

quando a proporção de capital de terceiros supera a de capital próprio na estrutura de capital da sociedade empresária. Isso acontece, em situações normais, quando a taxa de retorno dos mutuantes é menor do que aquela da sociedade empresária, resultando um efeito multiplicador no lucro dos acionistas.¹²

Além disso, para agentes financeiros, “o *project finance* representa um meio de diversificação de riscos, já que o êxito da operação de financiamento depende, nestes casos, da qualidade do projeto – o que a prática internacional convencionou chamar de *bankability* – em vez da capacidade patrimonial de seus patrocinadores. Isso permite aos agentes financeiros ampliar a sua carteira de produtos e/ou investimentos, assumindo um risco atrelado ao êxito do projeto financiado, com a possibilidade de obter retornos superiores aos de instrumentos financeiros tradicionais.”¹³

Para o país onde o projeto financiado se desenvolve, é possível se beneficiar da *due diligence* independente e do controle do projeto exercido pelos credores, os quais desejam assegurar que todas as obrigações previstas nos contratos sejam adimplidas, e que as questões de risco sejam adequadamente alocadas – sem falar na possibilidade de fornecimento de recursos para investimentos adicionais em infraestrutura que, de outra forma, o setor público poderia não ser capaz de realizar.

2.2 Contextualização jurídica do *project finance*

¹² *Ibid.*, p. 318.

¹³ NEIVA, Tomás. *Project finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento*. São Paulo: Grupo Almedina, 2020, p. 24.

2.2.1 Responsabilidade limitada dos patrocinadores

Como comentado anteriormente, em operações de *project finance*, busca-se limitar ao máximo (ou eliminar, caso seja feita a opção pela modalidade *non-recourse*) a responsabilidade dos patrocinadores frente aos credores, funcionando os fluxos de caixa da SPE como garantia para pagamento do empréstimo e amortização da dívida.

Isso não impede, no entanto, que os credores, no início da operação (*up front*) ou proporcionalmente à liberação do financiamento (*pari passu*), exijam o aporte na SPE de uma parcela minoritária dos recursos necessários ao projeto, na forma de capital social ou mútuo subordinado.

Em outros casos, ou seja, na modalidade *limited recourse*, também podem ser concedidas garantias reais ou fidejussórias para cobrir determinados eventos específicos, geralmente decorrentes de riscos não identificados na *due diligence*, sobre a qual trataremos a no próximo item.

2.2.2 Auditoria do projeto

A despeito das vantagens do *project finance* supracitadas, cada contexto específico exigirá uma avaliação individualizada e cuidadosa para determinar se essa modalidade de financiamento é apropriada.

Nos mútuos de longo prazo, a situação agrava-se pela circunstância de o mutuário dever a restituição de modo sucessivo no tempo, em que pese o mutuante ter transmitido a propriedade dos fundos mutuados de uma só vez, ou em parcelas ainda descasadas e desproporcionais do ponto de vista do tempo de sua prestação e, portanto, da sua onerosidade. Essa onerosidade pelo descasamento ou desproporção temporal, verificada entre a prestação de um contratante e o adimplemento da contraparte, tem o nome recorrente de risco de crédito. É da essência de todo financiamento, em qualquer das suas modalidades, o risco de crédito que pesa sobre o mutuante, e despiendo reforçar por que esse mesmo risco tende a ser mais significativo no setor de infraestrutura.¹⁴

Assim, como os credores assumem grande parte dos riscos inerentes ao empreendimento, a decisão pelo investimento é precedida de uma análise completa das

¹⁴ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 353.

informações da mutuária, por meio de uma *due diligence* conduzida com o apoio de assessores externos, quais sejam:

(i) Assessor financeiro: tendo como principal função validar as estimativas econômico-financeiras do projeto, em especial as constantes do “caso base”. 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, entre 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.

(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 valida, por um lado, os custos necessários à construção e à 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 valida, 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, entre 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, (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.¹⁵

De modo geral, toda a estrutura do projeto será minuciosamente verificada, isto é, as projeções financeiras, os aspectos legais, regulatórios e de mercado, a finalidade, o cronograma, a viabilidade técnica, os documentos relacionados (contratos, licenças, permissões etc.), os custos de capital, os fluxos de caixa, as receitas esperadas e as despesas operacionais, além de eventuais contratos com fornecedores ou contratos financeiros.

Além disso, os consultores jurídicos e outros profissionais contratados pelos credores também verificarão se as partes signatárias dos contratos do projeto passaram pelos procedimentos adequados para assinar esses contratos, se todos os requisitos legais necessários foram cumpridos para realização o projeto, e se as premissas fiscais e contábeis adequadas foram utilizadas.

Há de ser notado, porém, que embora a *due diligence* possa ser considerada como um processo a ser realizado exclusivamente pelos credores, é evidente que, se os patrocinadores

¹⁵ NEIVA, *Op. cit.*, p. 42 e 43.

não passarem pelo mesmo processo primeiro, não será possível desenvolver um projeto financiável.

Em suma, a *due diligence* permitirá que os credores consigam validar o cronograma e as perspectivas de fluxo de caixa e de despesas do empreendimento, bem como identificar os riscos capazes de prejudicar seu regular desenvolvimento e de comprometer a capacidade da SPE de honrar a dívida. Conforme será demonstrado, esses riscos deverão ser alocados às partes apropriadas que não sejam a mutuária ou, quando isso não for possível, deverão ser mitigados de outras formas.

2.2.3 Contratos coligados

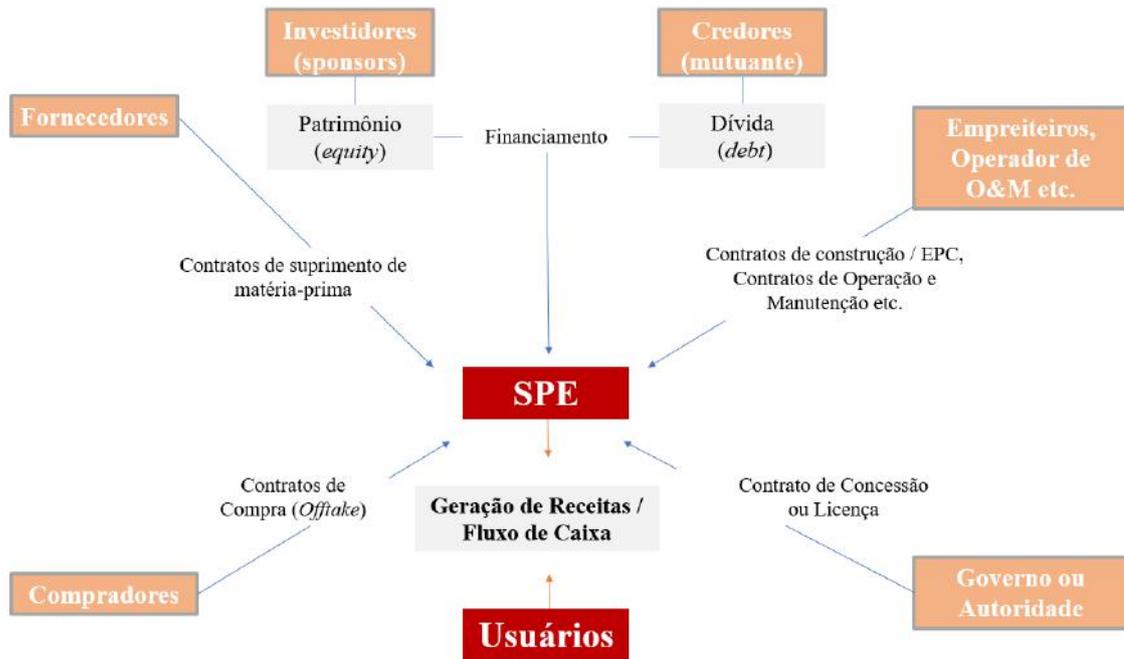
Uma vez identificados os riscos na *due diligence*, é fundamental determinar o seu alcance, grau de probabilidade e, por fim, a melhor forma de distribuí-los e mitigá-los. Essa mitigação, no *project finance*, se dará principalmente por uma rede de contratos harmônicos entre si, celebrados de modo a distribuir os direitos e as obrigações entre os participantes do financiamento.

A aceitabilidade desses riscos pelas partes se dará com base tanto no impacto financeiro que um determinado risco pode ter sobre a viabilidade do projeto, quanto na possibilidade de a hipótese realmente acontecer. Não se pode ignorar, contudo, o poder de negociação das partes envolvidas, que pode, de fato, ocupar a maior parte do tempo gasto no contexto da celebração dos contratos do projeto.

Observe, na Figura 1 abaixo, a estrutura jurídica básica do *project finance*.¹⁶

Figura 1 – Estrutura básica do *project finance*

¹⁶ Conforme mencionado na introdução, os contratos do projeto serão abordados no terceiro capítulo deste trabalho.



Elaboração própria, adaptado de YESCOMBE, 2002.

2.3 Breve análise do modelo brasileiro de financiamento de projetos

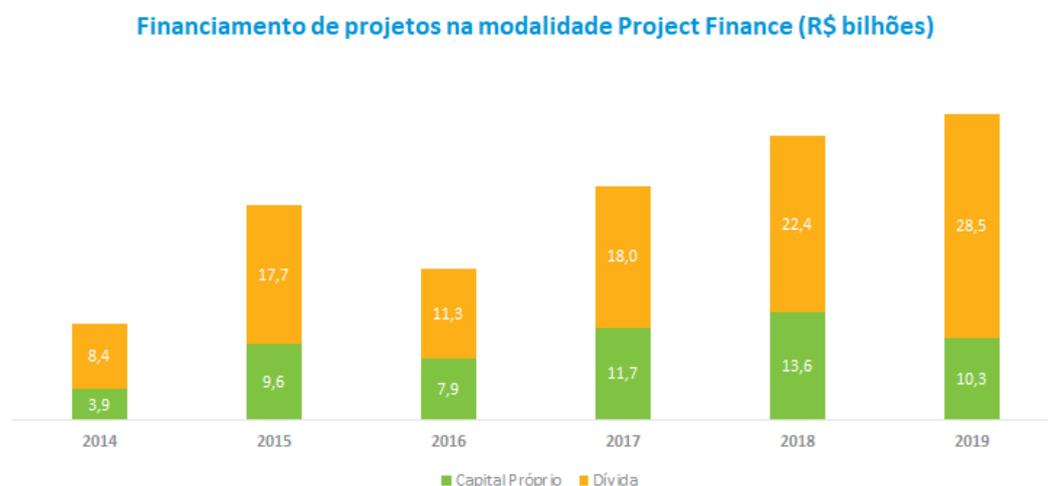
O *project finance* tem um histórico relativamente recente no cenário brasileiro, com um crescimento significativo a partir da década de 1990, momento em que o Brasil acompanhou o processo mundial de privatização de empresas estatais e de abertura de setores estratégicos para investimentos privados. Anteriormente, a maioria dos investimentos em projetos de grande porte eram financiados pelo governo ou por meio de financiamentos corporativos convencionais.

Segundo a ANBIMA¹⁷, em 2020, os investimentos por *project finance* no Brasil alcançaram R\$32 bilhões, uma redução de 16,3% em relação ao ano de 2019. O financiamento via contratação de dívida totalizou R\$ 21,5 bilhões, uma queda de 24,5% na comparação com 2019, interrompendo um crescimento que já vinha ocorrendo desde 2017. O

¹⁷ ANBIMA. *Financiamento de projetos na modalidade project finance alcança R\$ 32 bilhões em 2020*. 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-32-bilhoes-em-2020.htm. Acesso em: 3 jun. 2023.

financiamento via capital próprio registrou aumento de 7,6% no período, totalizando R\$ 10,5 bilhões.

Figura 2 – Financiamento de projetos na modalidade *project finance*



Fonte: ANBIMA, *Op. cit.*

Além disso, o BNDES e BNB foram as principais fontes dos investimentos, com participação em 80% dos desembolsos.

Tabela 2 – Fontes de financiamento de longo prazo desembolsadas no Brasil

VOLUME (%)						
% Volume	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bancos	8,8%	3,6%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
BNDES Direto	55,7%	65,3%	59,3%	40,6%	37,9%	40,0%
BNDES Repasse	17,4%	4,9%	13,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Mercado de Capitais	3,8%	17,0%	11,5%	30,6%	29,5%	12,3%

Fontes de Financiamento Internacionais	0,0%	0,0%	8,2%	8,3%	2,9%	0,0%
BNB	0,0%	0,0%	5,2%	20,6%	26,3%	39,7%
Fontes de Financiamentos Regionais	1,0%	6,8%	0,0%	0,0%	3,4%	6,7%
Fundos de Poupança Compulsória	13,3%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%

Fonte: Adaptado de ANBIMA.

Esses dados demonstram a forte predominância dos bancos públicos no modelo de financiamento brasileiro e, em certa medida, refletem alguns obstáculos que continuam existindo para a maior utilização do *project finance* em projetos de infraestrutura no Brasil. Segundo Neiva¹⁸, a experiência internacional demonstra que o papel das instituições financeiras públicas de desenvolvimento no financiamento da infraestrutura diminui conforme o mercado de crédito privado de longo prazo se desenvolve. Além disso,

difícilmente se verifica, no modelo brasileiro, financiamentos exclusiva ou preponderantemente lastreados nos fluxos de caixa futuros do projeto. Pelo contrário, é prática comum exigir dos patrocinadores dos projetos garantias pessoais, para cobrir a eventual insuficiência de receitas oriundas do próprio empreendimento financiado.¹⁹

Nesse cenário, por meio de um estudo feito com diversas instituições envolvidas na estruturação de projetos, o BNDES²⁰ identificou alguns dos principais desafios para a efetiva implementação e ampliação do *project finance* no país.

Tabela 3 – Desafios para a ampliação do *project finance* no Brasil

TÓPICO	DESAFIOS
Risco de construção	<ul style="list-style-type: none"> Contratos de construção no Brasil não são <i>full turn-key</i> (em que apenas um fornecedor é contratado para realizar o trabalho do início ao fim, do projeto à

¹⁸ NEIVA, *Op. cit.*, p. 26.

¹⁹ *Ibid.*, p. 14.

²⁰ BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Project finance em projetos de infraestrutura no Brasil: desafios e potenciais soluções*. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Project-finance-em-projetos-de-infraestrutura-no-Brasil-desafios-e-potenciais-solucoes/>. Acesso em: 25 mai. 2023.

	<p>conclusão).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Projetos de construção complexa trazem incertezas aos investidores e financiadores sobre sua finalização.
Risco de sobrecusto	<ul style="list-style-type: none"> • Incertezas sobre inflação no Brasil diminuem apetite de investidores pela instabilidade nos custos dos projetos. • Períodos longos de investimento e projetos de alta complexidade técnico-construtiva aumentam incerteza para investidores.
Risco cambial	<ul style="list-style-type: none"> • Diversos investidores, principalmente estrangeiros, não estão interessados em participar de projetos denominados em moeda local, no caso o real brasileiro.
Risco de demanda	<ul style="list-style-type: none"> • Diversos investidores internacionais não têm interesse em tomar risco de demanda. • Há falta de histórico ou imprecisões nas estimativas de demanda em alguns projetos.

Fonte: BNDES, *Op. cit.*

Mencionados os desafios, algumas possíveis soluções foram apresentadas para reverter esse cenário. Inicialmente, identificou-se que investidores e financiadores possuem significativo receio em relação ao risco de sobrecusto de construção, tendendo a evitar projetos de alta complexidade técnico-construtiva.

Isso porque, em países com histórico de inflação elevada, como o Brasil, a regra geral é a de que, quanto maior o período de construção de um ativo de infraestrutura, maior o risco de que o seu custo final difira significativamente do custo inicialmente orçado, determinante para o lance do investidor no ativo na ocasião do leilão público.

Ademais, a pesquisa demonstrou que o uso de contrapartidas em moeda forte pode ser útil em projetos com menor atratividade e necessidade de atração de capital estrangeiro, ainda que sob risco de dolarização e de vulnerabilidade da economia em momentos de desvalorização cambial.

Para mitigação dos riscos, alguns países promovem estruturas de PPP com pagamentos governamentais em moeda estrangeira baseados em disponibilidade, níveis de serviço ou finalização (*completion*) de tarefas. Outra solução apresentada foi o uso de linha de crédito para prover recursos (*funding*) em moeda local para instituições internacionais, com o eventual oferecimento de garantia por suas matrizes.

Por fim, o estudo tratou da busca por soluções para a questão do risco de demanda em projetos de infraestrutura, visto que, diante da volatilidade das projeções, alguns investidores passaram a exigir contrapartidas dos poderes concedentes – como no caso de PPP –, buscando projetos com características financeiras mais próximas a *bonds*²¹.

Para atração de capital estrangeiro, alguns países ofertam projetos de infraestrutura com pagamento por disponibilidade (*availability payment*). Nessa modalidade, o poder concedente paga ao investidor um valor financeiro que independe do nível de utilização do ativo, desde que esteja disponível nas condições estabelecidas no contrato de concessão. No Brasil, porém, essa forma de mitigação encontra dificuldades, pois não há espaço fiscal para assumir o compromisso com os investidores, já que os fluxos de pagamentos por parte do poder concedente são um passivo de longuíssimo prazo.

Ganha destaque, nesse contexto, o caso da Entrevias, vencedora do leilão promovido pela ARTESP em 2017 para operação de um lote de rodovias no estado de São Paulo. Na ocasião, a concessionária realizou sua primeira oferta pública de debêntures, com enquadramento como projeto prioritário na forma do artigo 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011²² (debêntures incentivadas).

Neiva²³ exalta a importância das debêntures incentivadas no âmbito do *project finance* no Brasil:

No contexto do *project finance*, merecem destaque as denominadas debêntures incentivadas de infraestrutura, criadas pela Lei n. 12.431/2011.74 Em linhas gerais, tais debêntures destinam-se ao financiamento de projetos de infraestrutura considerados prioritários pelo Governo Federal e, desde que cumpridos determinados requisitos, garantem um tratamento tributário favorecido a determinadas classes de investidores.

No caso das captações via debêntures, o principal instrumento contratual é a escritura de emissão, celebrada entre a SPE, na qualidade de emissora, e o agente fiduciário, representando a comunhão dos debenturistas, tendo por objeto a capitalização da sociedade para o financiamento de um projeto específico.

²¹ Títulos de renda fixa negociados no exterior.

²² A legislação introduziu incentivos fiscais para a emissão de debêntures de infraestrutura, como a isenção do Imposto de Renda (alíquota zero) para as pessoas físicas com relação aos ganhos auferidos na alienação das debêntures (debêntures incentivadas).

²³ NEIVA, *Op. cit.*, p. 53.

Além disso, o projeto foi garantido apenas pelas ações da companhia (ações da própria SPE, e não de seus acionistas patrocinadores) e por recebíveis futuros do projeto, advindos da cobrança de pedágio dos usuários que trafegam pelas rodovias que compõem o sistema, o que representou a realização de um verdadeiro *project finance non-recourse* no Brasil.

3 ESTRUTURA CONTRATUAL DO *PROJECT FINANCE*

Como já abordado, a utilização do *project finance* somente é possível caso se tenha assegurado determinado nível de receitas futuras. Faz-se necessário, portanto, celebrar contratos de longo prazo que (i) garantam à SPE o recebimento do fluxo de caixa durante toda a vigência do financiamento; e (ii) distribuam direitos e responsabilidades entre os distintos participantes do projeto.

A Tabela 4²⁴ apresenta os principais instrumentos jurídicos celebrados no âmbito dos financiamentos *project finance*.

Tabela 4 – Contratos coligados

FINANCIAMENTO	Contrato de Financiamento ou Empréstimo / <i>Loan Agreement</i> (Financiamentos estrangeiros)
GARANTIAS DO PROJETO	Penhor de Ações da SPE outorgado pela sociedade patrocinadora; Penhor de Equipamentos; Alienação Fiduciária de Imóveis; e Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios;
GARANTIA DE TERCEIROS	Fiança bancária
GARANTIA DO PATROCINADOR	Contrato de Aporte de Capital / <i>Equity Support Agreement</i> (ESA)
CONTRATOS DO PROJETO	Contrato de Construção / <i>Engineering, Procurement and Construction Agreement</i> (EPC); Contrato de Operação e Manutenção / <i>Operation and Maintenance Agreement</i> (O&M); e Contratos de Fornecimento de Matéria-Prima e Insumos.
OUTROS CONTRATOS RELEVANTES	Contrato de Compartilhamento de Garantias / <i>Intercreditor Agreement</i> ; Contrato de Depósito; Contrato de Monitoramento / <i>Monitoring Agreement</i> .

Fonte: Adaptado de CAPELLÃO, 2019.

Tendo isso em vista, será feita uma análise com enfoque nos contratos de garantia, parte fundamental para mitigação do risco de crédito dos credores e para compreensão dos contratos de *project finance* no setor da infraestrutura. Isso porque

²⁴ Além dos instrumentos contratuais apresentados, destinados à transferência de riscos pela SPE aos demais credores, nos financiamentos *project finance* os riscos também são mitigados por meio da contratação de seguros, geralmente destinados à cobertura de danos físicos causados ao projeto em decorrência de eventos de força maior.

Nos mútuos de longo prazo, a situação agrava-se pela circunstância de o mutuário dever a restituição de modo sucessivo no tempo, em que pese o mutuante ter transmitido a propriedade dos fundos mutuados de uma só vez, ou em parcelas ainda descasadas e desproporcionais do ponto de vista do tempo de sua prestação e, portanto, da sua onerosidade. Essa onerosidade pelo descasamento ou desproporção temporal, verificada entre a prestação de um contratante e o adimplemento da contraparte, tem o nome recorrente de risco de crédito. É da essência de todo financiamento, em qualquer das suas modalidades, o risco de crédito que pesa sobre o mutuante, e despiendo reforçar por que esse mesmo risco tende a ser mais significativo no setor de infraestrutura.²⁵

Antes, é fundamental destacar que, mais importante para os credores do que o cumprimento das obrigações pecuniárias pela SPE, é a garantia de que as condições indispensáveis para a geração do fluxo de caixa projetado estão asseguradas. Assim, “o grande valor do contrato de garantia deixa de ser a indenização do credor para ser, enfim, a reprodução de um resultado útil que concretize a verdadeira garantia do credor no financiamentos para grandes empreendimentos, qual seja, a capacidade de geração de receitas no tempo”.²⁶

3.1 Garantias do projeto

O termo “garantias reais” se refere a um ou mais bens ou outros direitos patrimoniais que se desvinculam do patrimônio do garantidor para servir com preferência aos interesses do credor. Estes, possuem preferências creditórias com relação ao valor resultante da alienação, em excussão da garantia, dos bens e outros direitos patrimoniais por eles gravados, no sentido de que têm prioridade, no recebimento desse valor, com relação aos demais credores (quirografários)²⁷.

No âmbito do financiamento de projetos, “é da essência do *project finance* que o patrocinador e a SPE concedam, a favor dos agentes financeiros, garantias reais sobre todos os ativos, bens e direitos relacionados ao projeto. Com tais garantias, os agentes financeiros procuram blindar o projeto contra eventuais reivindicações de terceiros, além de obter a vinculação legal entre as receitas futuras do projeto e o financiamento”.²⁸

²⁵ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 353.

²⁶ *Ibid.*, p. 361.

²⁷ *Ibid.*, p. 354.

²⁸ NEIVA, *Op. cit.*, p. 56.

Os tipos mais recorrentes de garantias reais consistem na hipoteca, no penhor, no usufruto e na propriedade fiduciária. Tais tipos se encontram submetidos a diversos regimes legais, geralmente variados em razão dos objetos das garantias. Em suma, é possível oferecer:

- (i) as máquinas e os insumos industriais por meio do penhor industrial ou mercantil (Código Civil, arts. 1.447 a 1.450), ou da alienação fiduciária sob o regime comum (Código Civil, arts. 1.361 A 1368-A);
- (ii) os bens móveis, inclusive os direitos imobiliários, por meio da hipoteca (Código Civil, arts. 1.473 e s.), ou da alienação fiduciária regulada pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997; e
- (iii) os créditos, os títulos de crédito, as ações e outras posições jurídicas obrigacionais, por meio do penhor de crédito e do penhor de ações, conforme o caso (Código Civil, arts. 1.451-1460; Lei das S.A., art. 39), ou da cessão fiduciária disciplinada pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (art. 66-B).

Dito isso, merece especial atenção a propriedade fiduciária (sob a forma de alienação ou cessão), sobre a qual nos debruçaremos no próximo item. Uma das características que acarretam nesse merecido destaque

consiste na extrajudicialidade de sua execução: diferentemente da hipoteca, em que a execução judicial é obrigatória (com exceção de hipotecas especiais), e do penhor, em que a venda amigável e com procuração é uma mera possibilidade (Código Civil, art. 1.433, IV), é ínsito a qualquer modalidade de propriedade fiduciária, inclusive sobre coisas imóveis, que o inadimplemento do devedor, na medida em que consolida de pleno direito a propriedade no patrimônio do credor, autoriza este último a promover a venda extrajudicial do bem ou outro direito patrimonial fiduciado e satisfazer-se com o resultado da arrematação, sem prejuízo de perseguir, a título quirográfico, a parcela do seu crédito que sobejar a esse mesmo resultado.²⁹

3.1.1 Propriedade fiduciária

Na estruturação do *project finance*, é comum que os bens móveis e ativos da SPE sejam onerados em favor dos credores, constituindo alienação fiduciária, instituto introduzido originalmente no arcabouço normativo brasileiro para dar substrato aos contratos de

²⁹ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 358.

financiamento precipuamente de bens móveis e duráveis. Caracterizando o negócio, explica Melhim Chalhub³⁰:

A alienação fiduciária é negócio jurídico bilateral, oneroso, formal, comutativo e acessório, que visa a transmissão da propriedade em garantia. Bilateral porque encerra uma série de direitos e obrigações tanto para o credor como para o devedor. Oneroso, porque ambas as partes visam vantagens ou benefícios, impondo-se encargos recíprocos. Formal, porque se exige a observância de requisitos formais, entre eles o registro do contrato no Registro de Títulos e Documentos ou na repartição encarregada do licenciamento de veículos. Comutativo, pois as obrigações de ambas as partes guardam relativa equivalência. É, finalmente, acessório porque visa a garantia do cumprimento de obrigações contraídas em outro contrato, que pode ser, em geral, de empréstimo, de abertura de crédito ou de compra e venda com pagamento parcelado.

Assim, a fim de garantir o pagamento e o cumprimento de suas obrigações pecuniárias, a SPE transfere aos credores, de acordo com as disposições dos artigos 1.361 e seguintes do Código Civil, a propriedade resolúvel e a posse indireta de todos os seus equipamentos industriais e maquinários existentes. Também é usual que quaisquer rendimentos resultantes dos bens alienados fiduciariamente também sejam incluídos na garantia, assim como quaisquer novos ativos adquiridos pela SPE.

Entretanto, pode-se dizer que a garantia outorgada sobre as receitas da SPE (recebíveis) – fonte principal de satisfação do crédito dos credores –, constituída sob a forma de cessão fiduciária, é a mais importante no *project finance*.

Assim, nos termos do Código Civil, a SPE irá ceder e transferir, de forma irrevogável e irreatável, e em caráter fiduciário, a propriedade fiduciária, o domínio resolúvel e a posse direta e indireta de todos os direitos creditórios de que é titular em razão dos contratos celebrados no projeto³¹.

3.1.2 Estrutura de contas

³⁰CHALHOUB, Melhim Namem. *Alienação fiduciária: negócio fiduciário*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 180 *apud* GAGLIANO, Pablo Stolze. *Novo curso de direito civil*. Vol. 5. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

³¹ Geralmente, a eficácia da cessão dos direitos creditórios está condicionada a uma notificação prévia destinada aos responsáveis pelos pagamentos cedidos.

Sob o ponto de vista dos credores, a celebração de contratos de garantias reais não basta para que aceitem suportar a maioria dos riscos do projeto. Assim, seguindo os usos e costumes do *project finance*, a estrutura do projeto deve incluir uma estrutura de contas bancárias vinculadas (e não de livre movimentação) pelas quais se operam os pagamentos. Nas palavras de Neiva³²,

Para além dessas garantias reais, os agentes financeiros procuram exercer um controle estrito sobre as movimentações financeiras da SPE. Assim, é habitual a exigência, por parte dos agentes financeiros, de que os fluxos de caixa do projeto transitem em determinadas contas bancárias específicas (comumente denominadas contas vinculadas), ficando a sua movimentação adstrita às regras estabelecidas em contrato de administração de contas e os seus respectivos saldos empenhados em favor dos agentes financeiros.

Importante observar, ainda, que esses pagamentos na conta vinculada são geralmente realizados em cascata, isto é, por meio de um procedimento bancário de satisfação dos credores a partir do seu grau de preferência ou senioridade (*waterfall payment*). Essa modelagem permite a centralização e arrecadação dos proventos auferidos pela SPE, além de concretizar bancariamente a ordem de preferências creditórias.

Uma típica ordem de prioridades consiste em: (i) pagamento dos insumos e custos operacionais, incluindo o contrato de construção e impostos (ou seja, todos os custos que a SPE precisa pagar para continuar operando o projeto); (ii) taxas e despesas devidas ao agente financeiro; (iii) juros sobre a dívida; (iv) amortizações da dívida; (v) pagamento para contas reserva; (vi) distribuição aos patrocinadores; e (vii) *cash sweep*³³, se aplicável.

3.1.3 Contrato de Aporte de Capital / ESA

Basicamente, por meio da celebração do ESA, os patrocinadores assumem o compromisso de prover à SPE, a título de capital social ou mútuo subordinado, os recursos

³² NEIVA, *Op. cit.*, p. 57.

³³ Hipótese em que o saldo do fluxo de caixa é usado para pagar antecipadamente a dívida ou dividido entre o pagamento antecipado e uma nova distribuição para os investidores.

necessários para o cumprimento das obrigações da SPE perante os credores. Na realidade, o ESA não tem natureza jurídica de garantia, embora cumpra função semelhante a uma fiança³⁴.

Nesse sentido, explica Rafael Vanzella³⁵,

O ESA não consiste, tecnicamente, em uma garantia fidejussória, uma vez que o acionista não se obriga a responder pelo inadimplemento do mutuário, descaracterizando, destarte, uma obrigação de dar. Por meio do ESA, o acionista obriga-se, perante o mutuário, a aumentar o capital social deste último, mediante a subscrição e a integralização de novas ações por ele emitidas, quando hipóteses muito bem determinadas se verificarem, não sendo nenhuma delas o inadimplemento do mutuário no âmbito do financiamento em sentido estrito. Trata-se, portanto, de uma obrigação de fazer. As hipóteses que dão eficácia ao ESA e obrigam o acionista a aumentar o capital social do mutuário consistem, invariavelmente, em variações econômico-financeiras nos índices financeiros e contábeis do mutuário, imputáveis a fatores que estão sob seu controle e, nesse sentido, poderiam ter sido melhor alocadas a seus fornecedores (classicamente o risco de construção).

3.2 Contratos financeiros

Em operações de *project finance*, é possível que os recursos sejam obtidos por meio do mercado de crédito (financiamento bancário) ou por meio do mercado de capitais, cujo instrumento mais utilizado são as debêntures.

A definição clássica de debêntures, que toma como base a teoria do mútuo, considera o título um documento que comprova a existência de um empréstimo, mais especificamente um mútuo firmado entre a companhia e o debenturista, partindo da relação de débito e crédito originada com a emissão da obrigação³⁶

Certo é, que independente da fonte de obtenção dos recursos, os pontos sensíveis para os agentes financeiros são similares, coincidindo esses contratos financeiros em muitos aspectos, conforme Tabela 5 abaixo.

³⁴ As fianças são garantias fidejussórias por meio dos quais uma pessoa garante ao credor satisfazer uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra. Podem ser corporativas, ou seja, do próprio patrocinador, ou obtidas junto a instituições financeiras.

³⁵ SUNDFELD, *Op. cit.*, p. 364.

³⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. Ensaio sobre o Regime Jurídico das Debêntures. 2014, p. 35. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde21012015093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_so_bre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf. Acesso em: 22 jun. 2023.

Tabela 5 – Principais cláusulas em contratos financeiros

USO DOS RECURSOS	Exigência de que os recursos do financiamento sejam destinados, única e exclusivamente, ao projeto sob responsabilidade da SPE.
CONDIÇÕES PRECEDENTES	Estabelecimento de uma série de condições para a celebração do contrato, e outras tantas para a efetiva disponibilização dos recursos, como, por exemplo: a conclusão da <i>due diligence</i> do projeto; a assinatura dos contratos operacionais do projeto em termos satisfatórios para os agentes financeiros; a 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 etc.
DECLARAÇÕES E GARANTIAS / REPRESENTATIONS AND WARRANTIES	Declarações realizadas pela SPE e pelos patrocinadores do projeto, cuja falsidade ou imprecisão implica em dever de indenizar os agentes financeiros, além da possibilidade de vencimento antecipado do financiamento, incluindo, por exemplo: declarações no sentido de que a SPE é uma sociedade validamente existente, com plena capacidade para contratar o financiamento; que a SPE é titular de todos os ativos vinculados ao projeto; que não existem vícios no projeto não revelados aos agentes financeiros etc.
OBRIGAÇÕES / COVENANTS	Além da obrigação de amortização do financiamento nos termos previstos no contrato, os agentes financeiros costumam exigir uma série de outros compromissos da SPE e dos patrocinadores do projeto, especialmente com a finalidade de exercer certo controle e ingerência na 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. Por outro lado, é habitual que se imponham obrigações de não fazer à SPE, tais como a vedação à realização de qualquer atividade alheia ao projeto, à concessão de garantias a terceiros (negative pledge), à distribuição de dividendos para além das hipóteses expressamente previstas no contrato, à realização de qualquer modificação nas características do projeto etc.
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, falsidade ou inexatidão das informações prestadas pela SPE ou pelos patrocinadores, abandono do projeto pela SPE, extinção do contrato de concessão (quando aplicável) etc.

Fonte: Adaptado de NEIVA, *Op. cit.*, p. 54 e 55.

3.3 Contratos do projeto

3.3.1 Contrato de Construção / EPC

O Contrato de Construção define as especificações técnicas e os critérios de desempenho do projeto, oferecendo um caminho mais célere para a construção do empreendimento, que pode ser iniciada assim que assinado o contrato, muitas vezes antes da definição de outros fatores do projeto.

Sob os termos do EPC, a empreiteira se compromete a entregar a obra concluída em uma data definida e por um preço máximo preestabelecido. Assim, os atrasos por causas imputáveis ao empreiteiro serão compensados com penalidades previstas no Contrato de Construção, sem que sejam necessários desembolsos adicionais de recursos pela SPE ou pelos patrocinadores. Deve-se considerar, ainda

Deve-se ter em conta, ainda, o risco de falta de capacidade ou insolvência do construtor. Nesse caso, a mitigação se dá pela exigência de garantias ao construtor (performance bonds) e, também, por meio de cláusulas contratuais, insertas no próprio EPC, que garantam à SPE o direito de substituir o construtor de forma célere nestas hipóteses. 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 resolução.³⁷

Para a SPE cumprir, por outro lado, além de efetuar os pagamentos previstos no Contrato de Construção quando vencidos, (i) disponibilizar e garantir o acesso ao local do projeto; (ii) obter determinadas licenças de construção; (iii) fornecer acesso aos serviços públicos necessários para o desempenho da obra (como eletricidade e água); (iv) garantir que os contratos de terceiros (por exemplo, um duto de combustível para o local, uma estrada de acesso etc.) sejam executados conforme necessário etc.

3.3.2 Contrato de Operação e Manutenção / O&M

Como a SPE não possui histórico de operação comercial, os credores geralmente preferem que empresas sólidas e experientes, com bons antecedentes em projetos

³⁷ NEIVA, *Op. cit.*, p. 49.

semelhantes, assumam a responsabilidade pela realização de todas as atividades necessárias à operação e manutenção do projeto, por um preço fixo ou previsível.

Nesse cenário, a celebração do Contrato de O&M busca garantir que os custos de operação das instalações e de manutenção do projeto permaneçam alinhados com as projeções econômico-financeiras realizadas antes da concessão do financiamento e que o projeto opere sem dificuldades. Por óbvio, o escopo do trabalho contratado precisa ser claramente definido no Contrato de O&M, de modo a garantir que a divisão de responsabilidade com a SPE seja razoável para ambas as partes.

Seguindo as melhores práticas de mercado, o operador de O&M irá fornecer, ao menos, a equipe-chave do projeto (por exemplo, um gerente de usina). Também é possível que disponibilize mais funcionários de sua própria organização para fornecer treinamento inicial, ou para lidar com problemas operacionais à medida que surgirem.

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.

A vigência do contrato deve ser, no mínimo, equivalente ao prazo de amortização do financiamento. Caso seja inferior, a SPE deve assumir a obrigação de prorrogar sucessivamente o contrato, ou celebrar novos contratos em termos substancialmente idênticos àquele aprovado pelos agentes financeiros.³⁸

³⁸ NEIVA, *Op. cit.*, p. 51.

4 ANÁLISE DE RISCOS DO *PROJECT FINANCE*

A análise dos riscos relacionados ao projeto é o coração do *project finance*. Conforme demonstrado nos capítulos anteriores, devido à própria natureza da operação, que exige um fluxo de caixa previsível, os financiamentos por *project finance* dependerão de um minucioso processo de *due diligence* destinado a garantir que todas as informações necessárias sobre o projeto estejam disponíveis.

Nesse sentido, qualquer questão ou documento relacionados à construção, operação e manutenção dos empreendimentos financiados, bem como às receitas presentes ou futuras a eles associadas, serão analisados, a fim de que seja feita a alocação dos riscos às partes apropriadas, por meio de disposições nos contratos do projeto, legalmente, além de outras formas de mitigação.

O princípio teórico da alocação de riscos no *project finance* é que estes devem ser suportados por aqueles que têm mais condições de controlá-los ou gerenciá-los. Por óbvio, não é viável alocar riscos a uma parte que não pode suportar as consequências financeiras se o risco efetivamente se materializar. Da mesma forma, se uma parte é solicitada a assumir um risco excessivo, ela também esperará o retorno de capital adequado para fazê-lo; ou, se é desejável levantar o menor valor possível de recursos, deve-se absorver um nível mais alto de risco.

Para Tomás Neiva³⁹, a complexidade advinda da necessidade de uma correta alocação dos riscos é uma das principais desvantagens do *project finance*, senão vejamos:

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 maneira clara, suportar tensões futuras e, ao mesmo tempo, conservar a viabilidade do projeto.

A complexidade das operações de *project finance* – consequência natural da necessidade de análise exaustiva do projeto e alocação eficiente dos riscos – constitui uma das principais desvantagens dessa modalidade de financiamento, na medida em que exige um nível de comprometimento das partes nele envolvidas que

³⁹ NEIVA, *Op. cit.*, p. 25.

apenas se justifica em projetos com volume expressivo de investimentos e complexidade técnica condizente.

A Figura 3 resume os principais fatores de risco relacionados ao *project finance* e os respectivos mitigadores comumente utilizados nas práticas de mercado:

Figura 3 – Fatores de risco e mitigadores no *project finance*



Fonte: RIBEIRO FILHO, Valfrêdo de Assis. *Modelo de contrato EPC – Engineering, Procurement and Construction – como instrumento de redução de riscos e de custos em project finance de geração hidrelétrica no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Regulação da Indústria de Energia) – UNIFACS, Salvador: 2008. *apud* BONOMI, Cláudio A.; Malvessi, Oscar. *Project Finance no Brasil*. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2004.

E. R. Yescombe⁴⁰, por outro lado, divide os riscos do *project finance* nas seguintes categorias:

- (i) riscos financeiros, relacionados aos efeitos macroeconômicos externos, indiretamente relacionados ao projeto, como por exemplo a inflação, a taxa de juros e as taxas de câmbio;

⁴⁰ YESCOMBE, E. R. *Principles of Project Finance*. 1 ed. Academic Press: Elsevier, 2002.

- (ii) riscos políticos, relacionados aos efeitos de ações governamentais ou de eventos políticos de força maior, como guerras e distúrbios civis; e
- (iii) riscos comerciais, inerentes ao projeto em si ou ao mercado relacionado ao projeto financiado.

Antes de adentrar no estudo dos principais riscos do *project finance* e suas respectivas características, cumpre destacar que, inevitavelmente, qualquer classificação é apenas um guia para lidar com questões que geralmente tendem a surgir na discussão dessa modelagem, sem prejuízo da análise dos casos específicos, uma vez que cada projeto tem suas próprias características.

4.1 Viabilidade comercial

A etapa inicial da *due diligence* de qualquer projeto é considerar sua viabilidade comercial básica, isto é, por meio da identificação da demanda e da concorrência existentes, identificar se existe um mercado viável e sólido, no longo prazo, para o produto ou serviço fornecido pela SPE. Com isso, será possível compreender a capacidade de geração de caixa do projeto, a qual deve ser suficiente para compensar os custos operacionais e de investimento, e para proporcionar retornos satisfatórios aos investidores.

Nesse ponto, também é de grande relevância a razoabilidade do preço pelo qual o produto ou serviço será vendido ao usuário final, ao mesmo tempo que deverá ser competitivo em relação aos preços atuais do mercado, e capaz de alcançar as margens de lucro desejadas.

Além disso, possíveis mudanças estruturais, como desregulamentação do setor e surgimento de tecnologias, dificuldades enfrentadas por outros players, além de possíveis impedimentos para que o projeto opere normalmente quando concluído também devem ser considerados.

Como exemplo de empreendimento que tem uma aparente estrutura contratual sólida, mas que é inviável comercialmente, pode-se citar o projeto de uma usina termelétrica que já celebrou o contrato de compra e venda de energia, ou *Power Purchase Agreement (PPA)*, com o poder concedente, mas ainda não está conectada à rede de transmissão nacional. Caso seja observado que essa conexão à rede não pode ser financiada ou concluída, o comprador,

que estará pagando os encargos devidos somente pela disponibilidade de energia, não perceberá nenhuma utilidade ou viabilidade no projeto.

4.2 Riscos de conclusão (*completion*)

A primeira pergunta detalhada de *due diligence* é se o projeto será concluído no prazo e no orçamento estimados. Conforme será demonstrado, essa questão depende dos riscos inerentes à etapa de construção, incluindo a obtenção de licenças, os fatores relacionados à empreiteira, a possibilidade de aumento nos custos de construção, e o atraso na conclusão física do projeto.

4.2.1 Obtenção de licenças

Geralmente, os credores determinam que as licenças exigidas na construção sejam obtidas antes do desembolso de qualquer recurso, para garantia de que a obtenção não prejudique a conclusão física do projeto. Caso, por um bom motivo, essas licenças não possam ser obtidas nesse momento, normalmente, é designado um cronograma específico para obtê-las. Além disso, também é necessária a obtenção de licenças operacionais que confirmem que o projeto atende aos requisitos de emissões ou de segurança.

4.2.2 Fatores relacionados à empreiteira

A empreiteira desempenha papel vital nos projetos. Normalmente, sua única garantia de que receberá os pagamentos devidos nos termos do Contrato de Construção é a existência dos contratos de financiamento e o fato de que raramente é do interesse dos credores cortar o capital para a construção do projeto.

A análise de riscos acerca da empreiteira é feita em profundidade principalmente pelo engenheiro contratado pelo credor, que considera, diante de seus antecedentes e de sua reputação geral no mercado, sua competência e qualificação para realizar com sucesso o tipo de projeto necessário. Além disso, é analisado se possui capacidade de crédito para suportar os riscos a ela alocados e pessoal experiente suficiente para realizar a construção.

4.2.3 Sobrecustos de construção (*cost overrun*)

A fase de construção do projeto é, sem dúvida, a mais vulnerável e na qual a incidência de riscos é menos controlável. Para controle dos custos, um orçamento é acordado com os investidores, e quaisquer excessos significativos sobre os valores definidos, reais ou projetados, precisam ser aprovados, mesmo que ainda haja recursos suficientes para concluir o projeto. Isso porque, nessa ocasião, a base de custos do projeto e, portanto, os custos do serviço da dívida, foram aumentados, sem aumento correspondente na receita. Logo, o retorno dos investidores estará inevitavelmente reduzido.

Aqui, a análise de risco precisa considerar as principais categorias de custo no orçamento do projeto, como esses custos são controlados e a probabilidade de excessos em cada uma delas. Em um típico *project finance*, essas categorias abrangem, além do EPC, os prêmios de seguro, os custos de financiamento, a reserva de contingência etc.

Dado que os sobrecustos de construção resultam em maior necessidade de recursos para a conclusão das obras, vale mencionar que a celebração do ESA como “garantia” ao financiamento, conforme já demonstrado, surgiu como forma de aportar capital na SPE diante dos riscos de construção que não foram transferidos a terceiros integrantes da rede contratual do projeto.

4.2.4 Atraso na conclusão física do empreendimento

A *completion* física do empreendimento pode sofrer atrasos por diversos motivos. Além dos riscos já mencionados no âmbito do EPC, falha de terceiros, como a autoridade concedente e o fornecedor de insumos, em providenciar as conexões necessárias ao local do empreendimento podem afetar o projeto. Por exemplo, um oleoduto pode ter que ser conectado ao local, uma conexão ferroviária pode ser necessária para trazer combustível, uma conexão à malha nacional para transmitir eletricidade de uma usina pode estar pendente, etc.

Ademais, esse atraso também pode ser causado por eventos de força maior, os quais podem ser temporários, levando somente ao atraso ou a uma interrupção na capacidade de operação, ou podem impedir a conclusão do projeto (ou sua operação permanentemente). Os seguros cobrirão uma parte desses eventos, geralmente as perdas causadas por danos físicos ao projeto (o custo de reparo ou substituição), ou perdas de receita decorrentes desse mesmo dano. Contudo, fato é quem podem existir lacunas entre o escopo da cobertura do seguro e o potencial de perdas por força maior.

4.3 Riscos socioambientais

Os aspectos socioambientais de um projeto podem refletir em diversos riscos contratuais, legais e políticos. A existência de comunidades ribeirinhas ou a possibilidade de poluição pré-existente no local, por exemplo, podem constituir óbices ao projeto, devendo ser tratadas cuidadosamente na *due diligence*.

Diante disso, a maioria dos credores do setor público, como o BNDES, tem seus próprios padrões ambientais, podendo exigir que eles sejam aplicados aos projetos mesmo que não sejam exigidos pela legislação. No Brasil, o BNDES define indicadores socioambientais para monitoramento e avaliação da mutuária e do empreendimento, além de incluir condicionantes identificadas a partir da análise específica do projeto, de forma adicional às exigências já previstas em lei.

A Cláusula Social, presente em todos os contratos de financiamento, pode provocar a suspensão ou o vencimento antecipado da operação – com exigência do pagamento imediato da dívida – caso a empresa venha a praticar atos que importem em discriminação de raça ou de gênero, de trabalho infantil ou de trabalho escravo ou que caracterizem assédio moral ou sexual.

Outras cláusulas comuns nos contratos estão relacionadas a obrigações de natureza trabalhista e previdenciária, à proteção dos direitos das pessoas com deficiência e à exigência de oferta de programa de treinamento voltado para as oportunidades de trabalho na região e/ou programa de recolocação dos trabalhadores em outras empresas (caso haja redução de quadro de pessoal em decorrência do projeto apoiado).

O BNDES exige ainda a adoção de medidas destinadas a evitar ou corrigir danos ao meio ambiente, promover melhorias nas condições de segurança e medicina do trabalho que possam ser causados pelo projeto, e a manutenção da regularidade junto aos órgãos competentes; assim como a responsabilidade ambiental da empresa por eventuais danos causados.⁴¹

⁴¹ BNDES. *Contratação e acompanhamento socioambiental de operações*. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/desenvolvimento-sustentavel/pratica/clientes/financiamentos-direta-indireta-nao-automatica/contratacao-acompanhamento->

Sob a perspectiva dos patrocinadores, os riscos socioambientais também podem ser bastante delicados, considerando o prejuízo em suas reputações caso apoiem um projeto considerado prejudicial ao meio ambiente ou à população. Além disso, também é preciso considerar se algum aspecto ambiental do projeto os coloca em risco de oposição à construção ou operação do projeto, como a existência de uma ação civil pública em face da SPE.

5 NOTAS CONCLUSIVAS

O presente trabalho analisou as características do *project finance*, enquanto modalidade de financiamento que visa permitir a captação de recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, e que oferece, como garantia aos credores, as receitas e os ativos do próprio empreendimento. No decorrer da pesquisa, foi possível verificar que esse arranjo financeiro possui diversas vantagens, e viabiliza a estrutura necessária para o desenvolvimento de projetos de grande porte, principalmente os de infraestrutura.

Não há dúvidas, portanto, que considerando (i) a magnitude das obras de infraestrutura; (ii) os altos valores a serem dispendidos em projetos dessa escala; e (iii) a necessidade de geração de fluxo de caixa previsível, todos os possíveis riscos envolvidos ao longo das fases de implantação, operação e manutenção no projeto, devem ser minuciosamente investigados. Nesse sentido, retoma-se a importância da *due diligence* para a mitigação dos riscos inerentes à exploração da atividade.

Assim, no primeiro capítulo deste trabalho, buscou-se fornecer uma contribuição acerca dos princípios orientadores do *project finance*, demonstrando suas diferenças e vantagens em relação aos financiamentos corporativos convencionais. Além disso, restou claro que essas operações pressupõem, como regra, a limitação da responsabilidade dos patrocinadores, a análise de riscos, bem como uma estrutura contratual que permita a distribuição das responsabilidades entre as partes envolvidas no projeto.

No segundo capítulo, além de serem abordados com mais detalhes os contratos financeiros, de construção, e de operação e manutenção, tratou-se de explorar as possíveis garantias oferecidas em financiamentos *project finance*, incluindo nesse conceito o Contrato de Aporte de Capital. Conforme exposto, essas garantias são medidas de proteção que visam mitigar os riscos dos credores, e geralmente são constituídas por ativos físicos ou contratos relacionados ao projeto.

Por fim, o terceiro capítulo tratou dos principais riscos que podem impactar a geração de fluxo de caixa do projeto, os quais podem apresentar natureza financeira, política ou comercial. Com isso, buscou-se oferecer um norte para a correta alocação entre as partes nos

projetos, bem como e contribuir para a viabilidade da utilização do *project finance* em projetos de infraestrutura no Brasil.

Em suma, buscou-se contribuir para o estudo do *project finance* e de suas principais práticas de mercado, estabelecendo uma explanação acerca dos princípios, garantias, riscos e estrutura. Com isso, restou demonstrado que essa modalidade de financiamento, ao permitir a relação entre os setores público e privado, constitui uma clara maneira de desenvolver a infraestrutura de um país.

REFERÊNCIAS

YESCOMBE, E. R. *Principles of Project Finance*. 1 ed. Academic Press: Elsevier, 2002.

SOUZA, Paula Bagrichevsky de. *Instituições financeiras e a proteção ao meio ambiente*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n. 23, p. 267-300, jun. 2005. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/16501>. Acesso em: 2 mar. 2023.

GAGLIANO, Pablo Stolze. *Novo curso de direito civil*. Vol. 5. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: reais*. Vol 4. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants: instrumento de garantia em project finance*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 6, n.11, p. 117-135, jun. 1999. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/13823>. Acesso em: 2 mar. 2023.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. 2. 29ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

SUNDFELD, Carlos Ari et al. *Direito da Infraestrutura*. Vol 1. São Paulo: Saraiva, 2017.

NEIVA, Tomás. *Project finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento*. São Paulo: Grupo Almedina, 2020.

SEGALLA, Alessandro et. al. *Alienação fiduciária de bem imóvel e outras garantias*. 2. ed. Indaiatuba: Editora Foco, 2021.

CHANSKY, Isadora; BELGAMO PUPIN, João Kenji; GIANNINI, Pedro. *Financiamento da infraestrutura pelo mercado de capitais brasileiro: relato do caso Entrevias: pure project finance e debêntures*. Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2019. Disponível em: <https://publications.iadb.org/pt/financiamento-da-infraestrutura-pelo-mercado-de-capitais-brasileiro-relato-do-caso-entrevias-pure>. Acesso em: 24 mar. 2023.

BRASIL. *Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011*. Brasília, DF: Presidência da República, [2011]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/12431.htm. Acesso em: 28 mar. 2023.

BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2002]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 2 abr. 2023.

MOREIRA, Alberto Camiña. *Consolidação substancial e project finance*. Migalhas: 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/357087/consolidacao-substancial-e-project-finance>. Acesso em: 30 mar. 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Infraestrutura social e urbana no Brasil: subsídios para uma agenda de pesquisa e formulação de políticas públicas*. Brasília: Ipea, 2010. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3211?locale=pt_BR. Acesso em: 9 abril. 2023.

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

CUNHA, Gustavo. *Garantias Fiduciárias em financiamento de projetos*. Monografia (LL.M em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Project finance em projetos de infraestrutura no Brasil: desafios e potenciais soluções*. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Project-finance-em-projetos-de-infraestrutura-no-Brasil-desafios-e-potenciais-solucoes/>. Acesso em: 25 mai. 2023.

ARAÚJO, Wágner Frederico Gomes de. *As estatais e as PPPs: o project finance como estratégia de garantia de investimentos em infra-estrutura*. Brasília: ENAP, 2006, p. 169-190. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/1540>. Acesso em: 4 jun. 2023.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Private finance mobilised by official development finance interventions*. OECD Publishing: Paris, 2023.

ESTACHE, Antonio. *Infrastructure finance in developing countries: An overview*. Vol. 15, pp. 60-88, Luxembourg: EIB Papers, 2010.

POLO, Érica. *BNDES planeja diversificar e agilizar liberação de crédito para infraestrutura*. Valor Econômico: São Paulo, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2023/06/15/bndes-quer-diversificar-e-agilizar-liberacao-de-credito-para-infraestrutura.ghtml>. Acesso em: 17 jun. 2023.

RIBEIRO FILHO, Valfrêdo de Assis. *Modelo de contrato EPC – Engineering, Procurement and Construction – como instrumento de redução de riscos e de custos em project finance de geração hidrelétrica no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Regulação da Indústria de Energia) – UNIFACS, Salvador: 2008.