

Project Finance: uma solução viável para o financiamento privado da infraestrutura

Leandro Jacob Neto

Advogado da CAIXA em Goiás

Instrutor operacional da Escola de Advocacia da Universidade CAIXA

Ex-Gestor Jurídico do Estado de Goiás

Especialista em Direito Público pela URV

Especialista em Consultoria e Direito

Empresarial pela PUC/GO

RESUMO

O presente estudo retrata uma solução viável para o financiamento privado da infraestrutura através do *Project Finance*. Tal sistema consiste em uma operação estruturada por meio de uma engenharia jurídica financeira consolidada em uma complexa rede de contratos coligados em que é fundamental a releitura dos conceitos tradicionais do direito empresarial.

Palavras-chave: Financiamento. Infraestrutura. Projeto. Mercado.

ABSTRACT

This study portrays a viable solution for private financing of infrastructure through Project Finance. Since, such a system consists of a structured transaction through a legal consolidated financial engineering in a complex network of linked contracts where it is essential to reconsider the traditional concepts of business law.

Keywords: Financing. Infrastructure. Project. Market.

Introdução

O Brasil possui um extraordinário potencial para o crescimento econômico com diversos aspectos positivos para um vertiginoso desenvolvimento sustentável da economia e capacidade para assumir uma posição de destaque no cenário global. Contudo, em virtude de uma série de fatores como os investimentos deficitários no setor de infraestrutura, o custo da produção no país ainda é excessivamente oneroso.

O presente trabalho pretende demonstrar que existem soluções de mercado viáveis para o financiamento privado da infraestrutura, derivadas de uma visão pragmática e empírica, desenvolvida nos países percussores do capitalismo a partir de avançadas técnicas jurídicas e financeiras, como o *Project Finance*, tema deste artigo. Tal paradigma foi incorporado à cultura empresarial pátria, principalmente, após a abertura econômica perceptível no novo ordenamento jurídico dogmatizado pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88).

Após uma abordagem dessa concepção sistêmica, pretender-se-á demonstrar que o referido modelo de obtenção de recursos privados para a infraestrutura pode ser aplicado para solução de diversos entraves ao desenvolvimento econômico do país como a produção de matrizes energéticas, programas de mobilidade urbana, sistemas viários de transportes e escoamento de cargas, portos, aeroportos, saneamento básico, telecomunicações, entre outros.

Assim sendo, serão apresentados alguns dos principais aspectos das operações estruturadas em *Project Finance* como uma das soluções viáveis para o financiamento privado da infraestrutura, consistindo em avançada e complexa engenharia jurídica financeira embasada em uma série de contratos coligados típicos e atípicos, os quais exigem uma releitura dos paradigmas clássicos do direito obrigacional pátrio, necessitando do profissional da área jurídica uma ampla *expertise* e uma cognição multidisciplinar para atuação nesse ramo promissor do direito empresarial.

1 Conceção sistêmica

A Ordem Econômica na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88) optou por uma solução complexa e eclética, buscando a harmonia entre o capitalismo liberal e o intervencionismo estatal sistemático, aliada ao dirigismo planificador (BULOS, 2001).

Nesse novo ordenamento jurídico, houve uma ruptura sistêmica com o modelo econômico anterior, no qual era adotada uma estratégia desenvolvimentista priorizando a industrialização como o meio mais eficaz para vencer o subdesenvolvimento, com pesados investimentos públicos em infraestrutura, alavancados por vultosos financiamentos externos, com o aval do Tesouro Nacional, considerando o excesso de liquidez no mercado internacional (TOLEDO DA SILVA, 2012).

Neste sentido, reza a doutrina:

Esta estrutura de financiamento concentrava no governo e nas empresas por ele controladas os riscos de mer-

cado, tecnológicos e econômico-financeiros dos projetos. Adotava como padrão para a contratação o regime tradicional Design-Bid-Build (DBB), também denominada “empreitada de preços unitários” ou “empreitada de preço global”, no qual cabe à construtora (ou o consórcio contratado) somente a fase de construção do empreendimento, sem se preocupar com o projeto (design) ou aquisição dos fornecimentos (procurement) (TOLEDO DA SILVA, 2012, p. 62).

De acordo com o supracitado autor, sob a regência do modelo econômico anterior à CRFB/88, o financiamento público da infraestrutura no País ocorreu de forma extremamente onerosa, principalmente, em virtude da adoção de técnicas e sistemas inadequados ou até mesmo inoperantes para tal endividamento.

Esse novo ordenamento promoveu uma ampla revisão do modelo de intervencionismo na economia de acordo com o “direito corporificador da sociedade estatal”, fixando-se novos “preceitos normativos identificadores do Estado” (TEMER, 2003, p. 29). Acerca do tema, justificando essa nova concepção:

Com o esgotamento das fontes de recursos, o Estado brasileiro viu-se incapaz de sustentar a máquina estatal hipertrofiada pelos anos de intervencionismo. O modelo do Estado-empresário sucumbiu. Os investimentos estatais cessaram e suas obras foram paralisadas. Decretou-se a moratória em relação à dívida externa. Instaurou-se uma crise econômica sem precedentes (ENEI, 2007, p. 20).

Assim sendo, considerando esse complexo cenário político, social e econômico envolvido nessa nova realidade mercadológica, o Estado promoveu grandes reformas estruturais e legislativas. Conforme Vicentino (1997, p. 465):

Cumprindo a nova lógica do capitalismo globalizado, ganhou enorme intensidade a venda de empresas estatais por todos os países, as privatizações, ampliando os espaços econômicos empresariais e também a subordinação dos Estados minimizados à lógica do mercado internacionalizado.

De acordo com a especialista na matéria Di Pietro (2002, p. 20), o Poder Público instituiu vários regimes de parcerias para a desestatização, abarcando “todas as técnicas possíveis, já aplicadas ou ainda a serem criadas, com o objetivo de reduzir a atuação estatal”.

Neste sentido:

O modelo puro e simples das privatizações, concessões comuns, permissões e autorizações, revigorado a partir

da década de noventa, permitiu ao Estado atrair investimentos privados significativos para diversos segmentos do setor de infraestrutura (ENEI, 2007, p. 403).

Desta forma, pode-se afirmar:

O Estado, que inicialmente regulava a vida econômica da nação para atender a necessidades ditadas pelas suas finanças, desenvolvendo políticas mercantilistas, passou a fazê-lo para assegurar o *laissez faire* e, concomitantemente, prover a proteção social, visando à defesa e preservação do sistema (GRAU, 2012, p. 31).

Em suma, o novo ordenamento econômico prestigiou uma economia de mercado de cunho eminentemente capitalista, sendo pressuposto básico desse sistema constitucional a livre iniciativa com pouca ou nenhuma interferência estatal nas soluções econômicas desenvolvidas pela iniciativa privada (TAVARES, 2003).

Sob esse prisma, a infraestrutura assume uma importância primordial, considerando ser o setor responsável pelo conjunto de elementos estruturais para a produção e o fluxo de bens e serviços. Assim, atualmente, resta inexorável que o financiamento de tal atividade econômica possui uma concepção híbrida, envolvendo interesses públicos e privados, como fator essencial ao crescimento e desenvolvimento do próprio País (TOLEDO DA SILVA, 2012).

Nesse aspecto, verifica-se a necessidade de uma intensa reformulação da atividade de consultoria jurídica voltada para os negócios de infraestrutura, a qual, inexoravelmente, deve ser incluída nos custos da transação, conforme se demonstrará.

2 Do projeto de infraestrutura

De acordo com a doutrina (ZIMMERMANN, 2012), a infraestrutura é a atividade econômica associada às grandes obras de engenharia e construção civil pesada, imprescindíveis ao desenvolvimento econômico, especialmente, em relação a:

a) matrizes energéticas voltadas para a produção de petróleo e gás, energia hidro/termoelétrica, eólica, nuclear, entre outras fontes, abrangendo toda a logística das redes interligadas de distribuição;

b) industriais navais e sistemas de transporte, envolvendo as malhas rodo/ferro/aero/hidroviárias, complexos portuários, estaleiros, aeroportos, terminais de carga e escoamento de produção etc;

d) complexos industriais de base para a produção de *commodities* (setor petroquímico, mineração, siderurgia, metalurgia, cimentos, agropecuária, entre outros), integrados à logística

de transporte e escoamento de cargas, interligados aos parques das indústrias de transformação;

e) saneamento básico, envolvendo complexos hídricos de captação, tratamento e fornecimento de água potável, dutos para o manejo de águas pluviais, sistemas para a coleta e tratamento de esgoto e resíduos sólidos, entre outros;

f) sistemas de telecomunicações, abrangendo todos os mecanismos necessários à transmissão, emissão ou recepção de dados, por fio, radioeletricidade, meios ópticos, entre outros processos eletromagnéticos;

g) outras atividades que necessitem de vultosos investimentos na construção pesada, como, por exemplo, amplos complexos habitacionais e/ou empresariais.

De acordo com pesquisas recentes (FRISCHTAK, 2008, p. 307), atualmente, o volume de investimentos em infraestrutura no Brasil é insuficiente para a sustentação de um significativo crescimento econômico, com uma participação paritária dos setores público e privado, em torno da cifra anual de 2% do PIB – Produto Interno Bruto. Assim, seria necessária uma expansão contínua de *“4% - 6% do PIB investido ao longo de 20 anos, para alcançar níveis observados atualmente na Coreia do Sul e em outros países industrializados do leste da Ásia”*.

Por outro lado, é notória a deficiência e a precariedade da infraestrutura brasileira, que implica a perda de competitividade no mercado globalizado, bem como o aumento do chamado *“custo-Brasil”*, o qual equivale ao *“risco invariavelmente presente nos projetos financiados no Brasil em comparação aos países desenvolvidos, associado às ações e omissões do Poder Público”* (ENEI, 2007, p. 203).

De acordo com Baptista (2011, p. 101):

O início do século XXI é marcado pela mudança do papel do Brasil no cenário internacional. A estabilidade e o crescimento da economia, conjugados com o aumento da distribuição de renda, criam um ambiente favorável para os negócios. [...] O fenômeno se verifica de maneira exemplar no âmbito da construção civil. As empreiteiras nacionais figuram entre as maiores e mais qualificadas do mundo. Sua atuação é conhecida do cidadão brasileiro, habituado a testemunhar a realização de grandes obras, reputadas necessárias ao desenvolvimento do país.

Considerando que o Estado sozinho não é capaz de suprir toda a demanda de recursos necessários para o setor de infraestrutura, faz-se necessário o desenvolvimento de mecanismos para a atração

de investimentos privados, principalmente, no modelo econômico adotado pelo atual ordenamento constitucional.

Neste sentido, considerando a complexidade e os riscos envolvidos nos investimentos privados em infraestrutura, torna-se imprescindível a realização de estudos para um profundo conhecimento do mercado (aspectos jurídicos, técnicos, operacionais etc) e um planejamento estratégico acerca de todas as possíveis variáveis que envolvem tal atividade econômica, objetivando aferir a viabilidade do empreendimento, segundo diversos cenários e perspectivas.

Na concepção doutrinária (ENEI, 2007, p. 17), os supracitados “estudos traduzem-se então em planos de negócios (*business plans*) que indicam, dentre outros fatores relevantes à decisão de investimentos, o volume de recursos necessários ao desenvolvimento e à execução do projeto”. Assim, em termos gerais, o plano de negócios “trata-se de metodologia utilizada para descrever, analisar, avaliar e propor uma determinada oportunidade estratégica” (ROSSI, 2010, p. 61).

Sobre a importância do projeto de infraestrutura, dispõe a doutrina:

A definição do objeto ou escopo da obra de engenharia é feita ordinariamente por meio de um projeto, que é uma peça eminentemente técnica. Na sua elaboração, o projetista considera diversas informações provenientes de diversas fontes, desde as fornecidas pelo próprio dono da obra, as provenientes de pesquisas e consultas de cunho legal e regulatório, as provenientes de levantamentos tais como sondagens geológicas, medições hidrológicas e levantamentos topográficos, entre várias outras (BAPTISTA, 2011, p. 69-70).

Ainda, segundo a concepção doutrinária (BONOMI, 2008), a elaboração de um *business plan* para o setor de infraestrutura é uma atividade complexa que deve envolver diversos fatores como a descrição completa e detalhada do empreendimento, inclusive sob o aspecto legal, declarando sua missão, visão e valores envolvidos no empreendimento, seu estágio e estratégia de desenvolvimento, o mercado alvo, estudos da concorrência, diferenciação e vantagens, sistemas de gestão, sistemas operacionais, metas de curto, médio e longo prazo, riscos envolvidos, sistemas de alavancagem financeira para a viabilidade do empreendimento, resultados projetados, estratégias alternativas, entre outros mecanismos.

Nessa perspectiva, entre os diversos estudos constantes em um plano de negócios de infraestrutura, constata-se que o planejamento financeiro integra tal projeto e tem como “principal objeti-

vo formalizar um fluxo de caixa projetado que esteja sustentado por premissas consistentes” (ROSSI, 2010, p. 81).

Desta forma, no caso específico, o referido planejamento financeiro é bem mais complexo do que o ordinariamente perceptível no mercado como parte do estudo de um plano de negócios de um empreendimento empresarial comum, necessitando de uma ampla cognição de aspectos e instrumentos jurídicos, principalmente, para o financiamento com foco no projeto de infraestrutura.

Em regra, os projetos de infraestrutura demonstram que para sua viabilidade operacional é exigível vultoso investimento para a sua concretização, sendo que o empreendedor não possui disposição ou capacidade para assumir individualmente perante os agentes financeiros as obrigações associadas à integralidade do aporte necessário ao empreendimento.

Neste sentido, acerca dos itens que devem ser analisados em um planejamento financeiro de projetos de infraestrutura, reza a doutrina:

Estes itens evidenciam normas e métodos de controle financeiro: * estrutura organizacional e recursos envolvidos nos processos de controle financeiro; * responsabilidade pela definição de normas e procedimentos da área financeira; * critérios para concessão de crédito e liberação de pedidos; * política de crédito; * estrutura de controle de contas a pagar e normas de compras; * informações integradas de recebimentos, pagamentos, disponibilidade financeira, fluxo de caixa e outros aspectos contábeis; * sistemas operacionais de transmissão contínua dos fluxos de informações financeiras para demais áreas; * periodicidade dos relatórios e como eles são divulgados (BONOMI, 2008, p. 47-48).

Assim sendo, diante dessa realidade mercadológica, o direito assume uma relevância científica significativa para o mercado de infraestrutura, principalmente, como instrumento de harmonização e integração entre todos os setores envolvidos nessa complexa dinâmica empresarial. Assim, de forma geral, é perceptível que as melhores práticas e conceitos aplicáveis ao setor jurídico dos negócios de infraestrutura são forjados, geralmente, sob o crivo do *Common Law*, sem uma regulamentação estatal específica (ENEI, 2007).

Neste sentido, de acordo com Tavares (2003, p. 147), “a globalização, como fenômeno de nítida conotação econômica, implica, em parte, no [sic] reconhecimento da importância da economia internacional para a saúde do País”. Fato que, inevitavelmente, gera amplos reflexos ao direito.

3 Do financiamento do projeto - *Project Finance*

Sob a ótica empresarial, “o direito deve ter como um de seus objetivos a redução ou neutralização dos custos de transação” (ENEL, 2007, p. 189), propiciando para os negócios jurídicos o alcance de suas finalidades sociais com a menor onerosidade possível.

Neste sentido, o direito pode fornecer soluções de mercado que proporcionem a mitigação dos riscos empresariais envolvidos na atividade de infraestrutura, inclusive com o desenvolvimento metodológico de sistemas de alavancagem financeira para tal setor econômico.

Acerca do tema:

O financiamento de grandes empreendimentos não envolve somente a meta tradicional de obter o financiamento mais barato, mas implica num [sic] aspecto estratégico muito importante que afeta a estrutura, o controle e a propriedade do empreendimento. [...] As diversas opções de financiamento, como, por exemplo, a alavancagem financeira de um projeto, não podem ser separadas de considerações sobre riscos, controles e incentivos (GÓMEZ, 2006, p. 52).

Assim sendo, ao ressaltar a extrema relevância da atividade creditícia, Fazzio Júnior (2003, p. 575) preconiza que “sua função econômica extravasa os lindes da mera intermediação financeira, podendo caracterizar-se como implementadora da mobilização creditícia e suplementadora do mercado”.

Entretanto, não é incomum que, diante da conjugação de diversos fatores de riscos (de mercado, tecnológicos, de construção, operacionais, regulatórios, sociais, institucionais, entre outros), as instituições de crédito adotem técnicas de mitigação de instabilidades do negócio que impliquem uma excessiva onerosidade operacional. Conseqüentemente, tais mecanismos podem influenciar na própria viabilidade econômica do empreendimento, possibilitando o surgimento de situações danosas para a própria estabilidade da empresa tomadora de recursos.

Sobre essa dificuldade de financiamento, preconiza a doutrina:

Na fenomenologia do mercado e nas determinantes que o sistema apresenta, com a respectiva redução do limite de lucro e a constante presença da concorrência, inclusive desleal, tudo indica que o mutuário, ao precisar de socorro financeiro do banco, se coloca em posição desfavorável e, ao enfrentar a menor crise operacional, terá uma dívida em progressão geométrica, e o seu patrimônio nem sequer apresentará uma variação aritmética (ABRÃO, 2009, p. 99).

Assim sendo, com objetivo de harmonizar tal questão, os negócios jurídicos financeiros voltados à infraestrutura devem ser estruturados em vínculos obrigacionais focados “exatamente na manutenção de uma relação de cooperação entre os seus partícipes – bem como entre eles e a sociedade – a fim de que seja possível a consecução do bem comum da relação jurídica” (FARIAS, 2008, p. 33), evitando, assim, crises operacionais.

Portanto, o paradigma contratual para o financiamento da infraestrutura deve estabelecer entre os pactuantes mecanismos de cooperação voltados ao sucesso do projeto, em uma ampla integração de todos os envolvidos em busca de resultados positivos (TOLEDO DA SILVA, 2012).

Por outro lado, em virtude de sua magnitude, as relações obrigacionais devem ser pactuadas em diferentes níveis envolvendo diversas pessoas físicas e jurídicas, estabelecendo-se uma série de acordos e contratos, os quais devem ser interpretados de uma forma integrada dentro de uma concepção sistêmica – são os denominados “contratos coligados”. Neste sentido:

Os contratos coligados são, portanto, fruto da hipercomplexidade das relações sociais e econômicas da atualidade, bem como da crescente especialização das atividades e divisão de trabalho. Operações econômicas que outrora podiam ser concretizadas por um único contrato, fosse típico ou atípico, agora, em virtude da maior complexidade destas e do envolvimento de um número maior de partes, exigem a celebração de diversos contratos interligados (ENEI, 2007, p. 284).

Diante dessa supracitada realidade contratual, a atividade financeira voltada para o mercado de infraestrutura tem adotado uma modelagem obrigacional, derivada de concepções empíricas internacionais, a qual deve fixar “diretrizes de relacionamento que enfatizam a confiança, objetivos mútuos, negociações justas, boa-fé, cooperação e compromissos firmes em relação ao empreendimento, na busca da minimização de conflitos” (TOLEDO DA SILVA, 2012, p. 73).

Aliás, tal aceção foi adotada pelo Código Civil de 2002, o qual estipulou que “a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato” (artigo 421). Neste sentido, preconiza a doutrina:

A função social interna do contrato concerne à indispensável relação de cooperação entre os contratantes, por toda a vida da relação. Implica a necessidade de os parceiros se identificarem como sujeitos de direitos fundamentais e titulares de igual dignidade. Assim, deve-

rão colaborar mutuamente nos deveres de proteção, informação e lealdade contratual, pois a finalidade de ambos é idêntica: o adimplemento, de forma mais satisfatória ao credor e menos onerosa ao devedor (PELUSO, 2008, p. 409).

Desta forma, o mercado de crédito desenvolveu uma ampla gama de serviços financeiros específicos para o desenvolvimento de tal setor. Assim, como um dos mais importantes mecanismos de alavancagem financeira dos empreendimentos de infraestrutura, o *Project Finance* consiste em uma operação estruturada que visa a “captação de recursos para um projeto de investimento de capital separável” (TOLEDO DA SILVA, 2012, p. 63).

De acordo com a concepção doutrinária (ZIMMERMANN, 2012, p. 24), tal instituto consiste em uma “engenharia jurídica suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e os recebíveis desse mesmo empreendimento”. Neste sentido:

Uma estrutura de *Project Finance* é um exercício de engenharia financeira que permite que as partes envolvidas em um empreendimento possam realizá-lo, assumindo diferentes responsabilidades, ou diferentes combinações de risco e retorno, de acordo com suas respectivas preferências (BONOMI, 2008, p. 009).

Segundo Enei (2007), em uma operação estruturada de *Project Finance* devem participar diversos agentes com diferentes vínculos obrigacionais, mas todos vinculados ao sucesso do empreendimento projetado. Desta forma, usualmente, forma-se uma ampla rede de contratos coligados entre a empresa autora do projeto/patrocinadora, o empreendimento personificado/SPE, os diversos fornecedores, os consumidores finais, e, na maioria dos casos, o próprio Poder Público, este último com regulamentação contratual própria, regida por normas do direito administrativo.

Para tanto, são indispensáveis diversos arranjos e reorganizações societárias para adequação da situação jurídica empresarial à finalidade proposta com a conjunção dos interesses das diversas entidades envolvidas, em uma estruturação contratual que envolve soluções diversas financeiras, administrativas, operacionais e pré-operacionais.

Para a concretização de tal modalidade de financiamento, inicialmente, é imprescindível que o empreendimento adquira personalidade jurídica própria, em regra, como uma Sociedade de Propósito Específico – SPE (parágrafo único do artigo 981 do Código Civil), “normalmente constituída sob a roupagem de uma sociedade limitada ou de uma sociedade anônima, visando à consecução de um projeto determinado” (BAPTISTA, 2011, p. 157).

Neste sentido:

Modelo mais indicado para grandes projetos de investimentos, o *Project Finance* é uma engenharia (estruturação) financeira cujo objetivo é aumentar as chances de sucesso dos projetos de investimentos por meio da criação de uma sociedade de propósito específico (*Special Purpose Company*). Ao criar uma empresa desta natureza, o que se busca é diminuir o risco geral de um empreendimento separando o risco inerente a uma companhia do risco de um projeto específico (ZIMMERMANN, 2012, p. 27).

Portanto, considerando a supracitada necessidade de personificação do empreendimento no *Project Finance*, as tratativas, as negociações e os vínculos obrigacionais entre os empreendedores do ramo da infraestrutura devem ser previamente pactuados antes mesmo da apresentação da proposta de alavancagem financeira propriamente dita, visando à organização societária da SPE. Assim sendo:

Com efeito, diante do aumento da complexidade das operações, as negociações e tratativas tornaram-se essenciais à constituição dos contratos. A necessidade de consenso acerca dos diversos tópicos pertinentes a essas transações reclama inúmeros ajustamentos preliminares, tal como ocorre com as reorganizações e reestruturações societárias (QUATTRINI, 2012, p. 81).

Tais “ajustamentos preliminares” exigem extrema perícia e cautela na fixação das principais diretrizes e vínculos obrigacionais, sendo imprescindível para o profissional do direito uma ampla cognição e habilidades multidisciplinares para avaliar os diversos aspectos da transação, possuindo uma visão de todo o negócio, e não apenas pleno domínio da matéria jurídica envolvida.

Por outro lado, de acordo com o entendimento especializado, apesar de constituir uma figura atípica sob a perspectiva positivista brasileira, o direito já denota um “tipo jurídico estrutural” (ENEI, 2007, p. 34) na figura do *Project Finance*, perceptível pela concepção normativa via contratos coligados com cláusulas padronizadas.

Desta forma, constata-se que tal modalidade de financiamento é estruturada em relações contratuais típicas e atípicas (artigo 425, Código Civil). Assim, nesse contexto, de acordo com a doutrina (VENOSA, 2003, p. 367), o contrato “passa a ser o instrumento fundamental do mundo negocial, da geração de recursos e da propulsão da economia”. Ainda, de acordo com a doutrina:

Em um mundo globalizado e informatizado, marcado pelo incessante tráfego econômico e jurídico, aflora a atipicidade na contratação. Atualmente, a *lex mercatoria* pretende conceber um direito universal que rompa com as limitações jurídicas produzidas pela peculiaridade dos regimes jurídicos de cada Estado. A finalidade negocial consiste na circulação rápida de créditos globalizados, por meio de modelos atípicos que correspondam ao interesse do mercado, com a uniformização de condutas comerciais (PELUSO, 2008, p. 416).

Esse tipo de estrutura contratual financeira possui uma ampla aceitação no setor empresarial exatamente por segregar riscos com a personificação do empreendimento. Nesse contexto, as relações creditícias serão pactuadas diretamente entre a nova estruturação societária (SPE) e os agentes financeiros que irão financiar os investimentos, os quais também farão rigorosas avaliações do projeto de infraestrutura visando obter uma conjunção de variáveis que garantam seu lucro operacional.

Por outro lado, os custos dessa operação devem integrar o projeto de infraestrutura a ser desenvolvido pela SPE, considerando que “a alavancagem acarretará a necessidade de se estimar o custo médio ponderado de capital, que é a média ponderada entre o custo do capital próprio e de terceiros” (ROSSI, 2010, p. 81). O *Project Finance* envolve uma intensa estruturação de fluxos financeiros com a utilização de diversos instrumentos operacionais equacionados pelo Índice de Cobertura do Serviço da Dívida – ICSD, a partir da Taxa Interna de Retorno – TIR, entre outros aspectos (ZIMMERMANN, 2012).

Neste ponto, é preciso salientar que a avaliação das projeções dos supracitados fluxos financeiros do empreendimento é primordial ao sucesso da operação estruturada em *Project Finance*, considerando que o resultado positivo em longo prazo é o que proporcionará o adimplemento das obrigações pactuadas nessa respectiva modalidade de financiamento.

Em termos práticos:

Com efeito, a decisão de crédito baseia-se preponderantemente nas perspectivas de sucesso do empreendimento explorado. Mais do que isso, sua concessão exige um grau de confiança mínimo por parte dos agentes financeiros quanto à capacidade de o projeto gerar lucros e receitas suficientes para manter-se em operação e pagar o financiamento no longo prazo (ENEL, 2007, p. 20).

Portanto, o *Project Finance* é concebido em uma rede de vínculos contratuais convergentes para o sucesso do empreendimen-

to, tendo por natureza um caráter híbrido das relações obrigacionais que envolvem a mixagem de aspectos comutativos e aleatórios, sendo que esses pactos “preocupam-se com a alocação transparente e justa de riscos entre as partes contratantes, alocando-os àquele que melhor os administra” (BAPTISTA, 2011, p. 204).

No que se refere à dinâmica de riscos de tal operação estruturada, de acordo com Enei (2007), para garantir o empréstimo, os sócios/acionistas da SPE podem oferecer bens e direitos equivalentes ao total financiado, na modalidade denominada *full recourse*, e/ou garantir parcialmente o montante emprestado, na modalidade *limited recourse*. Contudo, no uso dessa forma de financiamento o mais comum consiste na modalidade *non-recourse*, em que as instituições credoras não têm acesso ao patrimônio dos sócios/acionistas da SPE, além das respectivas ações ou quotas sociais.

Desta forma, considerando que, em regra, o financiador do projeto de infraestrutura não tem acesso ilimitado ao patrimônio dos sócios/acionistas da SPE, é imprescindível a adoção de avançadas técnicas contratuais coligadas, objetivando propiciar segurança jurídica ao negócio e visando ainda assegurar o pagamento do empréstimo, o que na prática convencionou-se denominar “pacote de garantias” (*security package*).

Conforme o preconizado pela doutrina, “a principal garantia é aquela incidente sobre as receitas (recebíveis) do empreendimento, e que pressupõe a continuidade da operação do projeto para a sua materialização” (ENEI, 2007, p. 353). Por outro lado, adicionalmente, é necessária uma série de contratos de seguros (*insurance*) para garantir a continuidade do empreendimento em virtude de diversos fatores que podem atrasar o prosseguimento ordinário das obras de infraestrutura.

Todavia, além dos supracitados recebíveis, o aludido pacote inclui várias outras garantias reais e fidejussórias, acessórias e abstratas, típicas e atípicas, como o direito de intervenção (*step-in rights*) e outras obrigações de fazer ou não fazer (*covenants*), segundo entendimento doutrinário (ENEI, 2007), o que, associado a outros mecanismos jurídicos do direito imobiliário pátrio (negócios fiduciários, direito real de superfície, entre outros), proporciona uma considerável penetração do instituto no setor de infraestrutura.

Outro aspecto importante a ser ressaltado, ainda segundo o supracitado doutrinador, é que, em virtude dos custos envolvidos e da complexidade para uma abordagem multidisciplinar de um *Project Finance*, o prazo de maturação para tal financiamento é relativamente superior ao dos demais empréstimos tradicionais, sen-

do que os custos operacionais para a realização do projeto, geralmente, são aportados por meio de um empréstimo ponte (*bridge loan*). Assim, acerca de tal espécie de contrato preliminar, esclarece a doutrina que:

Forçoso, portanto, extrair-se dessas teorias alguns pontos em comum. Se houver, efetivamente, um contrato preliminar que ultrapasse a simples negociação ou manifestações de intenções, alcançando a vontade das partes, um acordo quanto aos elementos essenciais do contrato a ser efetivado, então o pré-contrato consistiria na faculdade que se atribuem as partes de exigir, uma da outra, a concretização do negócio jurídico (AVVAD, 2012, p. 365).

Portanto, considerando todos esses fatores, nas operações estruturadas em *Project Finance*, os custos da transação são mais onerosos do que àqueles relativos ao financiamento tradicional embasado na estrutura corporativa da empresa (*corporate finance*), sendo que tais despesas podem ser substancialmente minimizadas com a efetiva participação de consultores multidisciplinares para a condução técnica do negócio e tratamento da “assimetria das informações”. Neste sentido:

A assimetria das informações, no linguajar econômico, consubstancia-se na dispersão das informações no ambiente em que os negócios se dão, fazendo com que alguns agentes tenham maiores prejuízos ou lucros em função da quantidade e qualidade de informações de que dispõem para a concretização dos negócios (QUATTRINI, 2012, p. 41).

Um exemplo prático da utilização de tal modalidade de financiamento, de acordo com Enei (2007), foi a construção do Eurotúnel concluído em 1994 com o objetivo de interligar por via férrea a Inglaterra à França, com um investimento superior a 16 bilhões de dólares, financiados por mais de 200 instituições de crédito, e possuindo uma SPE, sob a forma de sociedade anônima, com mais de 500 mil acionistas.

No âmbito nacional, um exemplo clássico citado pela doutrina (BONOMI, 2008) é a ponte Rio-Niterói, empreendimento cuja viabilidade econômica ocorreu – após a concessão administrativa, por meio de procedimento licitatório efetivado pela União (primeiro trecho de rodovia federal privatizado no Brasil em 1994) – com a constituição de uma SPE (Ponte S/A), cujos principais acionistas são as empresas Camargo Corrêa Transportes S/A, Construtora Andrade Gutierrez S/A, Odebrecht Serviços de Infraestrutura S/A, Serveng-Civilsan S/A, SVE Engenharia S/A e Brisa – Autoestradas de Portugal

S/A, e o financiador do projeto foi o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Ainda de acordo com a doutrina (BONOMI, 2008), especificamente no Estado de Goiás, o supracitado paradigma de alavancagem financeira viabilizou a operacionalização da Usina Hidrelétrica de Serra da Mesa, com capacidade de geração de 1.275 MW, através da SPE (Serra da Mesa Energia S/A), cujos principais acionistas são as empresas Camargo Corrêa S/A, Companhia Luz e Força Santa Cruz e União do Comércio e Participações Ltda, possuindo como patrocinadores privados do projeto o Grupo Votorantim e a Bradespar, que integralizaram inicialmente o capital social da SPE, além do aporte financeiro do BNDES.

Tal sistema de alavancagem financeira encontra-se consolidado na CAIXA, principalmente, no portfólio de produtos direcionados ao financiamento da infraestrutura, conforme o perceptível nos manuais normativos AE 117 001 (Análise socioambiental para financiamento de operações estruturadas - princípios do equador), SA 052 014 (Financiamento - Operações estruturadas de financiamento em saneamento e infraestrutura), SA 055 034 (Financiamento - Pró transporte - Programa de infraestrutura de transporte e mobilidade urbana), entre outros. Sendo evidenciado que "o desenvolvimento de uma operação estruturada requer um prazo de maturação relativamente mais longo, além de exigir criatividade e um profundo conhecimento quanto às legislações e normas do mercado nacional e, em alguns casos, internacional, utilizando-se de especialistas internos e externos, na avaliação e aconselhamento na estruturação da operação - subitem 3.2.7 do SA 052 014.

É fundamental ainda ressaltar que as técnicas de tal sistema de financiamento podem ser absorvidas por outras áreas da economia, além do setor de infraestrutura, como, atualmente, está ocorrendo no mercado imobiliário, que "tem conseguido realizar estruturações de menor valor, mais simples que usam, quase sempre, mecanismos locais de distribuição nos títulos (BONOMI, 2008, p. 20).

Por outro lado, o principal elemento de instabilidade para tal sistema de financiamento consiste na insegurança jurídica sistêmica dos investidores, principalmente, considerando o longo prazo dos investimentos. Neste sentido:

As operações de *Project Finance* são, costumeiramente, operações de longo prazo. Uma das dificuldades geradas pelo longo prazo é a dificuldade de previsão pelas partes de todas as variáveis de risco possíveis e sua formalização quando da redação dos contratos referentes ao empre-

endimento. Além disso, por conta do prazo das operações, as naturais trocas de governo que deverão ocorrer causam preocupação às partes, especialmente aos investidores estrangeiros (BONOMI, 2008, p. 52).

Portanto, o *Project Finance* possui ampla aceitação e credibilidade consolidada na experiência consuetudinária global para o financiamento de projetos de infraestrutura, exatamente por propiciar uma excelente mitigação de riscos para todas as partes envolvidas. Assim, o Brasil apresenta um extraordinário potencial para a aplicação de tais técnicas de financiamento, as quais conjugadas aos institutos pátrios maximizam sua eficácia, podendo fornecer magníficas soluções jurídicas privadas ao setor de infraestrutura, desde que “haja um excelente trabalho de coordenação das equipes participantes, executando um rigoroso e preciso planejamento, com condição básica para viabilizar empreendimentos assim estruturados” (BONOMI, 2008, p. 20).

Conclusão

De acordo com todo o exposto no presente trabalho, percebe-se que um dos grandes empecilhos ao desenvolvimento do potencial econômico do Brasil é a precariedade e a falta de investimentos na infraestrutura, sendo que o Poder Público, por si só, é incapaz de suprir todo o volume de recursos necessários para tal setor. Desta forma, principalmente, a partir do novo modelo econômico dogmatizado pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, possibilitou-se o investimento massivo privado em tal setor de infraestrutura.

Neste sentido, o *Project Finance* é apresentado como uma das soluções viáveis para o financiamento privado da infraestrutura considerando tratar-se de uma engenharia jurídica contratual que proporciona uma ampla segurança jurídica para todas as partes envolvidas, desde que os riscos sejam corretamente calculados e direcionados aos pactuantes que melhor os absorvam.

Deste modo, nota-se que em tal sistema de financiamento o empreendimento é desenvolvido e explorado segregadamente da atividade principal do patrocinador do projeto, através de uma Sociedade de Propósito Específico, a qual se responsabiliza pelas obrigações assumidas total ou parcialmente. Assim, adicionalmente, o financiador é protegido por um “pacote de garantias”, constituído a partir de avançadas técnicas contratuais típicas e atípicas.

Assim sendo, verifica-se a existência de uma rede de contratos coligados que exigem extrema fidúcia entre os participantes de tal

operação estruturada em *Project Finance*, considerando que do sucesso do empreendimento dependerá o resultado positivo para todos os envolvidos.

Por fim, é ressaltado que o Brasil apresenta um extraordinário potencial para a aplicação de tais técnicas de financiamento, as quais, conjugadas com os institutos jurídicos pátrios, maximizam sua eficácia, podendo fornecer magníficas soluções jurídicas para a infraestrutura.

Referências

- ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.
- AVVAD, Pedro Elias. **Direito Imobiliário: teoria geral e negócios imobiliários**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.
- BAPTISTA, Luiz Olavo (Coord.). **Construção Civil e Direito**. São Paulo: Lex Editora, 2011.
- BONOMI, Cláudio Augusto. **Project Finance no Brasil: fundamento e estudo de casos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BULOS, Uadi Lammêgo. **Constituição Federal Anotada**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2001.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na Administração Pública**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ENEI, José Virgílio Lopes. **Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- FARIAS, Cristiano Chaves de. **Direito das Obrigações**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.
- FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Manual de Direito Comercial**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- FRISCHTAK, Cláudio R. O investimento em infraestrutura no Brasil: Histórico recente e perspectivas. **Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE)**, Rio de Janeiro, v. 38, n. 2, p. 307-348, ago. 2008. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/1129/1033>>. Acesso em: 1 jun. 2013.
- GÓMEZ, Luis Alberto. **Contratos EPC – Turnkey**. Florianópolis: Visual Books, 2006.
- GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 15ª ed. São Paulo: Malheiros, 2012.
- PELUSO, Cezar (Coord.). **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência**. 2ª ed. Barueri, SP: Manole, 2008.
- QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coord.). **Direito Societário: Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2012. (Série GVlaw)

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. **Manual de Private Equity e Venture Capital** – Passos para atração de investidores e alocação de recursos. São Paulo: Atlas, 2010.

TAVARES, André Ramos. **Direito Constitucional Econômico**. 1ª ed. São Paulo: Método, 2003.

TEMER, Michel. **Elementos do direito Constitucional**. 18ª ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

TOLEDO DA SILVA, Leonardo (Coord.). **Direito e Infraestrutura**. São Paulo: Saraiva, 2012.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Teoria Geral das obrigações**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VICENTINO, Cláudio. **História Geral**. 7ª ed. São Paulo: Scipione, 1997.

ZIMMERMANN, Lúcia Vidigal (Coord.). **Direito e Infraestrutura** – Guia do Investidor. São Paulo: LTr, 2012.