

Operações Estruturadas de Financiamento em Saneamento e Infra-Estrutura desenvolvidas na CAIXA

Helena Discini Silveira

*Advogada da CAIXA em Belo Horizonte/MG
Especialista em Direito Público pela UGF/RJ*

RESUMO: Em linguagem simples, o artigo aborda aspectos fundamentais das Operações Estruturadas de Financiamento em Saneamento e Infra-Estrutura desenvolvidas pela CAIXA, a partir da apresentação realizada no dia 22 de julho de 2005, em Brasília/DF, por ocasião da 2ª Reunião Temática da GEAJU - Gerência Nacional de Atendimento Jurídico. Serão analisadas as principais características do project finance modalidade geralmente destinada ao financiamento de grandes obras e aplicável às Parcerias Público-Privadas (PPP), dentre elas parte da terminologia adotada, análises técnicas necessárias à montagem da estrutura contratual e garantias, de modo a assegurar o sucesso do empreendimento e, conseqüentemente, o retorno do capital mutuado.

Palavras-Chave: Operações Estruturadas. Infra-Estrutura. Saneamento Básico. Project finance.

1 Introdução

Tradicionalmente, para que se defina o montante de recursos destinado a financiamento para determinada empresa, as instituições financeiras avaliam sua capacidade de pagamento ou de endividamento. Essa estrutura é denominada "financiamento corporativo", ou *corporate finance*.

Entretanto, na realização de projetos de grande porte, normalmente relativos à infra-estrutura, tais como construção de estações de tratamento de água, esgoto e lixo ou ainda de rodovias etc., o modelo geral de financiamento não se mostra viável na maioria das vezes, pois raras são as empresas que possuem análise de risco (*rating*) capaz de garantir o empréstimo de um volume de recursos suficiente à execução da obra.

Somando-se a isso a crescente participação da iniciativa privada em projetos até então desenvolvidos exclusivamente pelo setor público, foi

necessário o desenvolvimento e adaptação dos modelos até então existentes, de forma a viabilizar a continuidade dos financiamentos voltados para a infra-estrutura e garantindo, ao mesmo tempo, a execução dos projetos e o retorno do capital.

Assim, na década de 90, quando o País passou a transferir ao setor privado parte das atividades até então concentradas pelo Poder Público, por meio das concessões e privatizações, os financiadores passaram a utilizar-se do "financiamento do projeto", ou *project finance*, como nova modalidade de colaboração financeira e alternativa capaz de garantir a continuidade e o aumento dos financiamentos.

Em virtude disso, foi necessário adotar e adaptar à realidade brasileira toda a estrutura inerente ao *project finance*, já utilizado em diversos países. O novo modelo, que permite aos financiadores a análise e segregação do risco do projeto a ser desenvolvido, aplica-se também às Parcerias Público-Privadas, onde Estado e setor privado buscam, juntos, atender às necessidades de investimentos em infra-estrutura, compartilhando riscos e benefícios gerados pelo projeto.

Como esta análise não pretende esgotar o assunto, consistindo em uma abordagem básica das operações estruturadas de financiamento desenvolvidas na CAIXA, parte da terminologia utilizada ou prevista num *project finance* puro não será enfocada, por distanciar-se do objetivo proposto.

2 Operações Estruturadas

Em suas normas internas, a CAIXA¹ assim enfoca as operações estruturadas de financiamento desenvolvidas pela Superintendência Nacional de Saneamento e Infra-Estrutura (SUSAN):

“No mercado financeiro nacional e internacional, a terminologia de ‘operação estruturada’ é empregada para expressar um conjunto de serviços prestados a um cliente, em geral de grande porte, caracterizada principalmente pela atividade de assessoramento jurídico e financeiro, na busca de soluções financeiras e conseqüentemente disponibilização de produtos estruturados criados especialmente para atender às demandas específicas de investimento e/ou de proteção do balanço do cliente.

Considera-se operação estruturada de financiamento a aplicação de variadas técnicas de engenharia financeira por meio de estruturas elaboradas para atender às necessidades do cliente e/ou do projeto, utilizando instrumentos operacionais que pos-

sibilitam, em comum acordo com os interessados no sucesso do empreendimento, buscar as melhores alternativas para as fontes de financiamento de um projeto, inclusive com a participação de outras instituições financeiras.”

Como modalidades financeiras previstas, tem-se o *corporate finance* e o *project finance*. Todavia, outras soluções são abordadas no âmbito das operações estruturadas desenvolvidas na CAIXA, tais como as fusões e aquisições, as securitizações de recebíveis, os empréstimos consorciados e a reestruturação societária, que podem ou não coexistir dentro de uma das referidas modalidades.

A complexidade é a principal característica de uma operação estruturada, uma vez que serão aplicadas, dentre as opções disponíveis, as mais adequadas à natureza do projeto a ser desenvolvido em relação à empresa tomadora, mediante a criação de um produto personalizado. Consequentemente, o prazo de elaboração é longo, tem custo operacional mais elevado e exige das áreas envolvidas o domínio das normas aplicáveis, tanto no âmbito interno (manuais normativos da CAIXA, Resoluções de Diretorias, Circulares etc.) quanto externo.

2.1 Corporate Finance

O financiamento corporativo tradicional tem seu principal foco na capacidade de pagamento da empresa, e não do projeto. As garantias normalmente exigidas são hipoteca, fiança dos sócios ou de terceiros, notas promissórias etc.

Seus principais riscos consistem na ausência de garantia aos financiadores de que os recursos recebidos estão sendo de fato aplicados no empreendimento e na possibilidade de a empresa passar a dedicar-se a outros projetos que comprometam sua estrutura financeira e, assim, inviabilizem o pagamento do empréstimo.

2.2 Project finance

O *project finance* implica na elaboração de uma estrutura complexa e única para cada operação, com foco no risco e na capacidade de pagamento do próprio projeto e tendo como principal garantia seu fluxo de caixa, e não exclusivamente a capacidade de pagamento do tomador. Os contratos são elaborados a partir da análise e dimensionamento dos riscos existentes, sejam eles econômicos, financeiros, políticos, jurídicos etc., que poderão ser minimizados mediante a adoção de garantias e contratação de seguros.

A flexibilidade também é apontada como característica marcante em um *project finance*, pois, ao longo do desenvolvimento de uma ope-

ração, poderão surgir fatores não previstos, cabendo a todos os participantes o monitoramento constante e abrangente para adaptação da estrutura proposta à realidade. HÉLIO CABRAL MOREIRA² bem exemplifica o surgimento de situações imprevistas ao mencionar as dificuldades enfrentadas pela França e Inglaterra quando da construção do Eurotúnel: do lado francês, a máquina perfuratriz quebrou, provocando atrasos e custos adicionais. Esta possibilidade não tinha sido prevista. Do lado inglês, contrariamente aos cálculos dos geólogos, a perfuratriz encontrou terrenos com muita água, obrigando a um trabalho em um ambiente alagado. Portanto, mais vagaroso e com custos muito maiores.

John D. Finnerty define *project finance* como "engenharia financeira baseada em ativos"³, ou seja, a captação de recursos para financiar determinado projeto mediante a transferência de ativos a uma empresa (SPE) criada com o propósito específico de desenvolvê-lo e implantá-lo, resultando em uma estrutura contratual de compartilhamento de riscos e garantias entre as partes envolvidas.

A origem do *project finance* remonta à década de 70, quando o Reino Unido expandia suas plataformas continentais de exploração de petróleo e gás⁴. Como os investimentos necessários eram muito altos e o risco elevado, os participantes optaram pela divisão de risco do negócio. Além do Eurotúnel são exemplos de *project finance* no mundo a North-South Expressway (Malásia), Sydney Harbour Tunnel Austrália); no Brasil temos a NovaDutra (Rodovia Presidente Dutra), financiada pelo IFC (International Financial Corporation, uma entidade do Grupo Banco Mundial incumbida de investir em projetos do setor privado em países em desenvolvimento) e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), a Ponte Rio-Niterói⁵, a modernização e expansão da SPVIAS (Rodovias Integradas do Oeste S/A), financiada pela CAIXA e pelo BNDES. Recentemente, com recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), a CAIXA contratou sua primeira operação na modalidade *project finance* não afeta à área de saneamento e infra-estrutura: o financiamento da construção das unidades habitacionais da Vila Pan-Americana, que serão utilizadas para abrigar os atletas e comitivas participantes dos Jogos Pan-Americanos Rio/2007.

Um *project finance* classifica-se em *full-recourse*, *limited-recourse* ou *non-recourse*. *Full-recourse* quando os patrocinadores e/ou acionistas se responsabilizam, por meio de garantias convencionais, pelo pagamento total do empréstimo, na condição de fiadores/avalistas. *Limited-recourse* quando os financiadores não recebem garantias totais da sociedade e patrocinadores, podendo contar, entretanto, com garantias compostas tanto pelos recursos oriundos do empreendimento quanto por outras tradicionais em operações de financiamento, tais como hipoteca, penhor de ações/quotas da SPE etc. Na modalidade *non-recourse*, o financiador depende exclusivamente do fluxo de caixa do projeto para a quitação da dívida.

CLÁUDIO BONOMI⁶ adverte que, devido aos riscos envolvidos, mesmo mundialmente raros são os casos de *project finance* puro, "baseados exclusivamente nos recebíveis, com compartilhamento claro dos riscos entre o patrocinador, o adquirente da produção, o escritório de engenharia e o construtor, os bancos financiadores e, por fim, os investidores."

3 Início de um *Project finance*

Tipicamente destinado às grandes obras, de um modo geral um *project finance* está associado a uma concessão pública, nos moldes da Lei nº 8.987, de 13.02.95. Publicado o edital de licitação, é dado o prazo de 30 a 90 dias para que as empresas interessadas participem sob a forma de consórcios. Entregue a documentação de habilitação e participação desses consórcios e após a abertura das propostas, os participantes do consórcio vencedor constituem a Sociedade de Propósito Específico, que formalizará o Contrato de Concessão com o Poder Concedente.

Após a assinatura do Contrato de Concessão, a SPE buscará as fontes de recursos (*funding*) para o empreendimento, iniciando-se uma longa negociação com os possíveis credores até que seja formalizada a estrutura contratual e assinado o contrato de financiamento. Em sua maioria, as operações de *project finance* contam com, no mínimo, duas fontes de recursos: a primeira consiste no próprio capital dos acionistas (SPE), o que demonstra, perante os financiadores, a credibilidade do projeto; a segunda, proveniente dos credores, pode derivar de recursos próprios, emissão de títulos, linhas de financiamento do BNDES, recursos de fundos como FAT e FGTS, agências multilaterais de crédito, bancos internacionais, fundos de pensão etc.

Não raro, até que se concluem as negociações e os recursos disponíveis para o financiamento sejam liberados o prazo que se aproxima de um ano, podendo estender-se os acionistas lançam mão dos próprios recursos para iniciar o empreendimento, a fim de que mantenham em dia as obrigações e prazos relativos ao andamento das obras assumidos junto ao Poder Concedente, evitando a aplicação de sanções contratuais que podem culminar na extinção da concessão, nos termos do art. 35 da Lei nº 8.987/95.

As negociações têm início a partir do estudo de viabilidade do projeto, preparado pelos integrantes da SPE e apresentado aos financiadores, momento em que será avaliada a adequação técnica e econômica do empreendimento. A primeira análise identificará a fase em que o projeto se encontra e os riscos de uma maneira geral. Em relação à obra a ser desenvolvida, um *project finance* será denominado *greenfield* (projeto novo) ou "expansão", como no caso do financiamento concedido à Rodovias Integradas do Oeste S/A comentado no item anterior.

4 Participantes de uma Operação Estruturada da CAIXA

Uma operação estruturada de financiamento em saneamento e infraestrutura é composta do Gestor da Aplicação, Gestor dos Recursos, Agente Financeiro, Agente Fiduciário (adaptação do *trustee*), Mutuário (Sociedade de Propósito Específico - SPE), Sócios ou Acionistas, Poder Concedente, Seguradoras e Consórcio Construtor.

Essa nomenclatura básica também é adotada nas demais operações na modalidade *project finance* não relacionadas a saneamento e infraestrutura desenvolvidas por outros financiadores, à exceção do Gestor da Aplicação, na forma aqui caracterizado.

4.1 Gestor da Aplicação

Esta posição é ocupada pelo Ministério das Cidades que, nas operações estruturadas com recursos do FGTS, é responsável pelo enquadramento, hierarquização e seleção das propostas de financiamento.

4.2 Gestor dos Recursos

Instituição financeira ou agência multilateral de crédito, na condição de fornecedor de recursos.

4.3 Agente Financeiro

Papel desempenhado pela CAIXA ou outras instituições financeiras responsáveis pelo financiamento da operação.

4.4 Agente Fiduciário (*trustee*)

Trust, no direito anglo-saxão, é um contrato financeiro em que alguém, um grupo de pessoas ou uma entidade, denominado *trustee*, investe ou guarda dinheiro de outrem, que lhe é transferido fiduciariamente.

No Brasil, figura do agente fiduciário consiste em uma adaptação do *trustee*, sendo responsável pela prestação de serviços técnicos de acompanhamento dos contratos, notadamente o monitoramento das garantias prestadas (*covenants*).

As atividades desenvolvidas pelo agente fiduciário devem ser estipuladas contratualmente (obrigação de fazer) e, como envolvem risco e são passíveis de responsabilidade, poderá ser contratado seguro que garanta o cumprimento dessas atribuições.

Na CAIXA, as atribuições do agente estão relacionadas ao controle do fluxo de recebíveis, monitoramento de contas vinculadas, controle de valores financeiros destinados a pagamento de valores das prestações mensais devidas, monitoramento diário do valor das garantias (in-

clusive nas operações de crédito com garantia de penhor mercantil e cessão de recebíveis), fiscalização da SPE e seu gestor administrativo e financeiro, nos termos do subitem 2.4 da Circular CAIXA nº 280, de 22.01.2003. Ressalte-se ainda a possibilidade de a própria CAIXA desempenhar as atribuições do agente fiduciário.

4.5 Mutuário

No âmbito das operações estruturadas de financiamento em saneamento e infra-estrutura da CAIXA, podem ser tomadores dos recursos os Estados, Municípios, Distrito Federal, além de empresas estatais não dependentes e sociedades de propósito específico (SPE), adaptação de *Special Purpose Company* (SPC).

Na mencionada Circular nº 280, de 22.01.2003, a CAIXA definiu as condições e procedimentos operacionais básicos para análise e contratação de operações de crédito estruturadas por intermédio de uma SPE, dentre as quais destacam-se:

- constituição do mutuário (SPE), sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada (na prática, também é admitida a sociedade anônima, desde que de capital fechado);
- contratação de agente fiduciário habilitado perante o Agente Operador;
- existência de disposições no contrato social que vedem a manutenção de quadro funcional próprio, exceção feita ao gestor administrativo/financeiro;
- proibição de contrair dívida adicional além daquela que seja imprescindível ao objeto para o qual foi criada, bem como de assumir/garantir débito de acionista ou terceiros.

Em um *project finance*, o mutuário será invariavelmente uma Sociedade de Propósito Específico, o que garante a segregação do capital dessa empresa (composto do fluxo de caixa do projeto) em relação ao empreendimento e ao capital de suas acionistas/quotistas.

A criação de uma SPE permite que o consórcio vencedor do processo de licitação detenha personalidade jurídica e, como diz seu próprio nome, passe a executar especificamente o objeto constante do edital e do contrato de concessão, devendo extinguir-se após o cumprimento dessa finalidade. A exigência de sua criação decorre da própria Lei 8.987/95, que em seu art. 20 assim determina:

“É facultado ao Poder Concedente, desde que previsto no edital, no interesse do serviço a ser concedido, determinar que o licitante vencedor, no caso de consórcio, se constitua em empresa antes da celebração do contrato.”

A suposta "faculdade" de constituição da SPE deverá, entretanto, ser interpretada como obrigatoriedade, haja vista a impossibilidade de celebração do contrato de concessão entre o Poder Concedente e o consórcio vencedor da licitação e a caracterização de afronta à finalidade da norma, qual seja, o *interesse do serviço a ser concedido*.

Dentre os benefícios de contratação com a SPE, destaca-se ainda a facilidade de fiscalização de suas atividades, balanços, compromissos financeiros assumidos etc., conferindo maior garantia aos credores e também ao Poder Concedente, em virtude do longo prazo tanto dos financiamentos quanto da duração das concessões, estas variando de 20 a 30 anos.

Em um *project finance*, é usual que uma SPE adote a forma de sociedade anônima, estrutura que permite maior facilidade de acesso ao mercado de capitais e aumenta suas alternativas para a captação de recursos; contudo, também se verifica, em alguns casos, a existência de sociedades por quotas de responsabilidade limitada.

No caso de falência ou desinteresse de um dos sócios, é possível sua retirada e substituição, observado que, nos termos do art. 27 da Lei nº 8.987/95, impõe-se a anuência do Concedente no caso de transferência da concessão ou do controle societário da concessionária, sob pena de caducidade da concessão.

4.6 Acionistas

São os patrocinadores (*sponsors*) do projeto, ou seja, aquelas empresas que integram a composição societária do mutuário. Participam dos contratos de financiamento na condição de intervenientes, podendo também contrair obrigações e prestar garantias.

4.7 Poder Concedente

Nos termos do art. 2º, I, da Lei nº 8.987/95, considera-se Poder Concedente *a União, o Estado, o Distrito Federal ou o Município, em cuja competência se encontre o serviço público, precedido ou não da execução de obra pública, objeto de concessão ou permissão*.

O art. 29 da referida Lei dispõe sobre as obrigações do Poder Concedente:

*"Art. 29. Incumbe ao poder concedente:
I - regulamentar o serviço concedido e fiscalizar permanentemente a sua prestação;
II - aplicar as penalidades regulamentares e contratuais;
III - intervir na prestação do serviço, nos casos e condições previstos em lei;*

IV - extinguir a concessão, nos casos previstos nesta Lei e na forma prevista no contrato;

V - homologar reajustes e proceder à revisão das tarifas na forma desta Lei, das normas pertinentes e do contrato;

VI - cumprir e fazer cumprir as disposições regulamentares do serviço e as cláusulas contratuais da concessão;

VII - zelar pela boa qualidade do serviço, receber, apurar e solucionar queixas e reclamações dos usuários, que serão cientificados, em até trinta dias, das providências tomadas;

VIII - declarar de utilidade pública os bens necessários à execução do serviço ou obra pública, promovendo as desapropriações, diretamente ou mediante outorga de poderes à concessionária, caso em que será desta a responsabilidade pelas indenizações cabíveis;

IX - declarar de necessidade ou utilidade pública, para fins de instituição de servidão administrativa, os bens necessários à execução de serviço ou obra pública, promovendo-a diretamente ou mediante outorga de poderes à concessionária, caso em que será desta a responsabilidade pelas indenizações cabíveis;

X - estimular o aumento da qualidade, produtividade, preservação do meio-ambiente e conservação;

XI - incentivar a competitividade; e

XII - estimular a formação de associações de usuários para defesa de interesses relativos ao serviço.”

4.8 Seguradoras

Não existe operação estruturada ou *project finance* que não dependa de uma boa política de seguros, já que sua elaboração tem por base os riscos do projeto. Uma vez identificados, serão contratados seguros cujas apólices (*performance bonds*) darão cobertura aos riscos de engenharia, lucros cessantes e responsabilidade civil, destinados a eventos tais como o aumento do preço da construção, atraso na finalização das obras, destruição de equipamento, indenizações etc., devendo ser mantidas até a conclusão do empreendimento.

Na contratação dos seguros, normalmente a SPE figura como tomadora e, em caso de sinistro, os direitos de ressarcimento serão subrogados aos financiadores, podendo também existir previsão para depósito nas contas bancárias do empreendimento, tratadas adiante.

4.9 Consórcio Construtor - EPC

Também chamado de *Engineering, procurement & construction* (EPC), os contratos de construção de obras de grande porte são de origem anglo-saxã, possuindo pontos em comum com os contratos de empreitada global previstos em nosso ordenamento jurídico. Os contratos firmados entre a SPE e os epcistas como são costumeiramente chamados os construtores, além de garantirem preço fixo de construção e montagem, representam o compartilhamento de riscos de engenharia e construção entre esses dois partícipes, devidamente segurados por apólices próprias (seguro de garantia de construção/executante construtor).

Os contratos do tipo EPC podem relacionar-se à construção de toda obra ou de parte dela, sendo habituais os chamados contratos *turn key*, nos quais o objeto da contratação é a entrega completa do empreendimento. Embora desejável um contrato de empreitada global, na prática existem casos onde é adotada a forma mista, cabendo à SPE o fornecimento de parte do material, enquanto o epcista fica incumbido de outros, bem como dos serviços relativos à execução da obra. Entretanto, a opção por esse tipo de contrato misto é mais arriscada, uma vez que o atraso na entrega de determinado material de responsabilidade da SPE influirá nos trabalhos do epcista, gerando o atraso de toda a obra. Ocorrendo prejuízos, será necessário mensurar o impacto desse atraso em todo o projeto, considerando-se eventualmente a hipótese de o empreiteiro já estar em mora quando da interrupção do fornecimento.

Submeter questões como essas à apreciação do Judiciário provavelmente implicaria em longos anos de espera, principalmente em virtude de sua complexidade, da necessidade de perícias etc. Assim, é comum a previsão da arbitragem, como também é normal que os financiadores exijam contratos de empreitada global, sob pena de tornarem mais onerosos os recursos disponibilizados.

Em relação ao custo dos contratos do tipo EPC, duas das disposições do Código Civil que tratam da empreitada (arts. 610 a 626) merecem destaque como fatores majoradores do custo: primeiro a garantia de 5 anos em relação à solidez e segurança da obra (art. 618) e depois a possibilidade de o empreiteiro suspender a obra *quando, no decorrer dos serviços, se manifestarem dificuldades imprevisíveis de execução, resultantes de causas geológicas ou hídricas, ou outras semelhantes, de modo que torne a empreitada excessivamente onerosa, e o dono da obra se opuser ao reajuste do preço.*

Importante ressaltar que nem sempre a execução da obra depende da contratação de outras empresas, pois em muitos casos uma ou mais empresas acionistas da própria SPE se encarregarem de construí-la, podendo inclusive retirar-se da sociedade após a conclusão dos trabalhos e a recuperação dos recursos investidos, alienando sua participação.

5 Análises necessárias

Com a finalidade de mitigar os riscos do empreendimento, é preciso que os financiadores classifiquem e mensurem cada um deles, com destaque para o risco de construção (abandono, não conclusão, atraso), risco de mercado (flutuação dos preços, da demanda, da moeda), risco político (desapropriações, custos e tarifas).

A CAIXA realiza as seguintes análises: técnica de engenharia, técnica social (quando o trabalho social fizer parte do projeto), econômico-financeira, da estrutura de seguros, risco do projeto/acionistas, crédito e análise jurídica.

Em virtude da natureza das operações, as análises são abrangentes e têm por objetivo apontar os riscos envolvidos, a fim de que possam ser desenvolvidas soluções mitigativas que integrarão o corpo dos contratos.

Na análise de risco de crédito — efetuada com base na metodologia adotada pelas agências de *rating*⁷ —, serão conferidos conceitos às empresas interessadas em obter o financiamento. As principais variáveis analisadas são nível de endividamento, flexibilidade de re-financiamento (ou aumentar endividamento), liquidez, participação de mercado, desempenho relativo a outras empresas do setor, administração, situação econômica, leis e regulamentação de mercado. Os conceitos variam de AAA (segurança máxima) a DDD (alto risco de insolvência). Melhores conceitos obviamente garantem a prática de melhores juros nos empréstimos, ao passo que conceitos C (risco de insolvência) e D podem inviabilizar sua concessão.

Não obstante a importância de todas as tipos de análise aqui mencionadas, pretende-se maior enfoque da análise jurídica das operações estruturadas de financiamento.

Não existe uma fórmula a ser seguida, cabendo aos profissionais envolvidos valerem-se do maior número de informações possíveis, experiências e estudos de casos semelhantes. Assim, para que sejam definidos os pontos a serem observados em uma análise jurídica, deve-se ter em mente a necessidade de questionamento do maior número de situações de âmbito jurídico que possam apresentar risco ao bom desenvolvimento do projeto, bem como ao retorno do capital mutuado, dentre elas o edital e contrato de concessão, a legislação estadual/municipal pertinente, as hipóteses de extinção da concessão (art. 35 da Lei nº 8.987/95), atos constitutivos da SPE e composição societária, certidões e ações judiciais movidas contra a SPE (com destaque para possíveis ações civis públicas).

Freqüentemente a análise jurídica dependerá das demais, bem como da quantidade de informações disponibilizadas aos advogados encarregados da sua elaboração. Questões como a possível falência de uma das acionistas da SPE, sanções aplicadas pelo Poder Concedente que podem ocasionar a extinção da concessão, problemas em relação à titularidade

da área onde será realizado o empreendimento ou na integralização de capital da SPE constituem hipóteses a serem observadas no momento da análise jurídica.

Especificamente em relação à regularidade dos procedimentos licitatórios, a área jurídica da CAIXA consolidou entendimento no seguinte sentido: como a organização político-administrativa brasileira caracteriza-se pela autonomia de seus entes — União, Estados, Distrito Federal e Municípios —, nos termos do art. 18 da Constituição Federal, inexistente embasamento legal para que qualquer órgão distinto daqueles que tenham por competência a fiscalização desses entes, a exemplo dos Tribunais de Contas, passe a avaliar os aspectos legais de atos praticados pelo Poder Executivo. Assim, a CAIXA só poderia manifestar-se sobre a legalidade de determinado procedimento licitatório se estivesse investida do poder de fiscalização.

Em que pese o acertado posicionamento da CAIXA e a ausência de determinação legal para referida fiscalização, nas operações estruturadas é prudente que o jurídico observe, apenas no âmbito interno, a solidez do contrato de concessão como um todo, com a finalidade única de apontar eventuais riscos de não conclusão do projeto que impossibilitem cumprimento das obrigações financeiras assumidas pela SPE junto ao Agente Financeiro.

6 Estrutura de Garantias

Uma vez mensurados os riscos, será elaborada a estrutura de garantias (*security package*) do projeto. Normalmente são oferecidos aos credores o penhor dos direitos emergentes da concessão/empreendimento (arrecadação tarifária, até o limite que não comprometa a continuidade do serviço prestado pelo concessionário), fiança bancária e/ou dos sócios, penhor das ações/quotas, hipotecas, apólices de seguros etc. Contudo, importante ressaltar que, nessa modalidade de financiamento, muitas das garantias tradicionais podem mostrar-se inócuas na prática, em virtude da dificuldade em executá-las.

Em um *project finance* são também consideradas garantias as obrigações de fazer e de não fazer (*covenants*) constantes dos contratos, que têm por objetivo reduzir as variações do fluxo de caixa do projeto. Basicamente, consistem em limitar o endividamento da SPE, impedir a assunção de novas obrigações e garantir o capital de giro necessário ao desenvolvimento do projeto. Constituem exemplo de *covenants*:

- manter em situação regular as obrigações junto aos órgãos de meio-ambiente, segurança e medicina do trabalho durante o prazo de vigência do contrato;
- apresentar periodicamente balancetes aos financiadores;
- depositar todos os recursos provenientes da concessão em determinada conta-corrente;

- não realizar distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre o capital próprio até a quitação do saldo devedor;
- não assumir dívidas durante todo o período de vigência do contrato sem a prévia e expressa anuência do(s) credor(es);
- permitir livre acesso ao(s) credor(es) para acompanhar e fiscalizar o cumprimento do contrato, disponibilizando informações, documentos e serviços que lhe forem solicitados.

O estabelecimento das *covenants* faz sentido mediante a previsão da penalidade de suspensão dos desembolsos referentes ao financiamento ou de vencimento antecipado do contrato. Entretanto, conforme a natureza da obrigação descumprida, é comum existir cláusula garantindo um "período de cura", prazo concedido pelo credor para que o mutuário regularize sua situação.

Outra medida apta a garantir o fluxo de caixa necessário ao cumprimento das obrigações assumidas consiste na previsão de contas-correntes de titularidade do tomador que devem ser mantidas durante o prazo de vigência do contrato, pelas quais transitarão todos os recursos do empreendimento, inclusive os recebíveis. Basicamente, serão constituídas quatro contas de garantia:

- conta centralizadora: centraliza a totalidade da receita do empreendimento, inclusive as fontes de receita alternativas⁸ (art. 11 da Lei nº 8.987/95);
- conta despesas: destinada ao pagamento das despesas decorrentes da execução do empreendimento, tais como tributos, despesas operacionais, encargos sociais, prestações do contrato de financiamento;
- conta reserva: acumula saldo referente ao pagamento de "x" prestações mensais;
- conta livre movimentação: recebe recursos que superem a composição das contas reserva e despesas.

7 Instrumentos contratuais normalmente utilizados

Em uma operação de *project finance* realizada pela CAIXA, geralmente serão firmados os seguintes contratos:

- Contrato de Financiamento (*loan agreement*): determina valores e condições do empréstimo, assim como obrigações de fazer e de não fazer, hipóteses de inadimplemento e vencimento antecipado;
- Contrato de Penhor de Ações (*share pledge agreement*) da SPE em favor dos credores;
- Contrato de Penhor dos Direitos Emergentes da Concessão e administração das contas de garantia;
- Contrato de Compartilhamento de Garantias: utilizado quando a operação possuir mais de um credor (denominadas operações

consociadas), tem por objeto determinar o percentual das garantias pertencentes a cada um.

Outros contratos poderão ser utilizados, tais como contrato de cessão de direitos relacionados a seguros (determina que eventuais indenizações sejam depositadas nas contas bancárias ou cedidas aos credores) da concessão, contratos de termos comuns (define os termos utilizados nos contratos do empreendimento). Geralmente a CAIXA opta por não formalizar referidos contratos, inserindo-os, se for o caso, como cláusulas do próprio Contrato de Financiamento.

8 Conclusão

As operações estruturadas desenvolvidas pela CAIXA permitem a aplicação de técnicas de engenharia financeira que objetivam atender às necessidades específicas de cada mutuário. Sua elaboração é complexa, dispendiosa e exige prazo superior àquele previsto para os demais financiamentos.

Dentre as modalidades de operações estruturadas de financiamento em infra-estrutura e saneamento básico, o *corporate finance* tem foco na capacidade de pagamento da empresa, enquanto que o *project finance* tem foco na capacidade de pagamento do projeto. Ambas as estruturas, entretanto, são calcadas na credibilidade do devedor.

Não obstante sua complexidade e as dificuldades iniciais de adaptação, o *project finance* consagrou-se no país como um conjunto de técnicas viáveis para financiamentos de grandes obras, especialmente aquelas relacionadas à infra-estrutura, e sua modelagem será utilizada também nas Parcerias Público-Privadas.

Embora cada projeto seja analisado de forma integrada, com base nos riscos envolvidos, a harmonização, aplicação e monitoramento das disposições constantes das cláusulas contratuais, bem como a flexibilidade do empreendimento constituem um dificultador para os participantes, já que seus objetivos são diferentes.

Efetuada as análises corretas e a mitigação dos riscos, as possibilidades de vencimento antecipado, inadimplência e execução das garantias apresentam-se mais remotas em um *project finance* que nos financiamentos tradicionais.

Notas

- 1 Manual Normativo SA 052 02, subitens 3.1 e 3.4.
- 2 MOREIRA, Hélio Cabral. **Project finance**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/especial/projectf.pdf>. Acesso em 17 de nov. 2005.
- 3 FINNERTY, John D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Quality Editora, 1996.

- 4 BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESSI, Oscar. **Project finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004. p. 64.
- 5 *Ibid.* p. 15.
- 6 *Ibid.* p. 14.
- 7 Entre as principais agências internacionais de classificação de risco estão Standard & Poor's, Moody's e a Fitch (surgida da fusão da Fitch IBCA com a DCR); entre as brasileiras temos a SR Rating.
- 8 Nos contratos de concessão de rodovias, por exemplo, é comum que o concessionário, mediante autorização do Poder Concedente, explore outras fontes de receita além do pedágio, a exemplo do aluguel de espaço destinado à propaganda.

Referências

- BLANCHET, Luiz Alberto. **Concessão de Serviços Públicos**. 2. ed. São Paulo: Juruá, 1999.
- BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESSI, Oscar. **Project finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Covenants: instrumento de garantia em project finance**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1106.pdf> . Acesso em 17 de novembro de 2005.
- BRASIL. SINAENCO. II Encontro Nacional das Empresas de Arquitetura e Engenharia Consultiva. Recife, 1996. Disponível em <http://www.sinaenco.com.br/that/encontr/segundo/index.htm> . Acesso em 11 de novembro de 2005.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedade Anônima**. v. 4, tomo II. São Paulo: Saraiva, 1998.
- FINNERTY, John D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Quality Editora, 1996.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira. **Curso de Direito Administrativo**. 19.ed. São Paulo: Malheiros, 2005.
- MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; DE CASTRO, Marcial Pequeno Saboya. **Project finance para a indústria: estruturação de financiamento**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.7, n.14, 107-124, dezembro 2000.
- MUKAY, Toshio. **Concessões, permissões e privatizações de serviços públicos**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.