

Constituição de garantias por meio de penhor ou alienação fiduciária de ações diante dos efeitos da recuperação judicial em operações de *project finance*

Thiago Marques de Araújo
Advogado da CAIXA no Distrito Federal

RESUMO

Em financiamentos de projeto, a conclusão do projeto é a principal garantia para o retorno do capital investido pelo agente financeiro. O penhor ou a alienação fiduciária de ações são instrumentos de controle dos atos de gestão praticados por empreendedores em operações de *project finance*. No âmbito do Direito Administrativo existe a figura do *step-in-rights*. A recuperação judicial é o principal mecanismo de defesa dos empreendedores para inviabilizar a assunção do controle pelos agentes financeiros. A recuperação judicial não inviabiliza a assunção do controle pelo agente financeiro.

Palavras-chave: Garantia. Ações. *Project finance*. Recuperação judicial.

RESUMEN

En financiación de proyectos, la conclusión del proyecto es la principal garantía para el regreso del capital invertido por el agente financiero. La prenda o los gravámenes de acciones como instrumentos de control de actos de gestión practicados por empresarios en ámbito de un "Project finance". En el ámbito del Derecho Administrativo existe la figura del *step-in-rights*. La recuperación judicial es el principal mecanismo de defensa de los empresarios para inviabilizar la asunción del control por los agentes financieros. La recuperación judicial no inviabiliza la asunción del control por el agente financiero.

Palavras-chave: Garantías. Acciones. *Project finance*. Recuperación judicial.

Introdução

Trata-se de estudo sobre a utilização de garantia por meio de penhor ou alienação fiduciária de ações como instrumentos de recuperação de crédito no âmbito das operações de crédito de financiamento de projeto.

É importante destacar que a presente análise está inserida no contexto de operações de crédito em que o objeto do financiamento é avaliado isoladamente, ou seja, a rentabilidade e as garantias da operação são fornecidas pelo próprio empreendimento ou projeto (GOMEZ et al., 2006, p. 52); é o que se denomina de *project finance*, operações que, em regra, a depender do estágio do projeto, não apresentam garantias corporativas.

A restrição do escopo de trabalho às operações *project finance* também justifica a restrição do objeto da garantia, ações nominativas, considerando que, nessas operações, em regra, a sociedade anônima é o arranjo societário escolhido pelos empreendedores para constituição da sociedade de propósito específico (SPE), seja em razão da possibilidade de constituição da subsidiária integral (art. 251 da Lei nº 6.404/76 - LSA) ou da possibilidade de captação de recursos através da emissão de debêntures.

Nesse contexto, é objetivo deste trabalho, com viés preventivo, avaliar se os interesses dos agentes financeiros estão resguardados com a constituição das referidas garantias, bem como indicar os possíveis pontos de discussão e os seus respectivos mitigadores.

Tenta-se no presente trabalho abordar o tema de forma mais objetiva possível, evitando trazer conceitos de fácil localização em *sites* de busca.

Primeiramente, restringe-se o escopo do trabalho às peculiaridades das operações de *project finance*, em seguida aborda-se aspectos mais relevantes na utilização dos gravames (penhor ou alienação fiduciária) de ações nominativas, finalizando com as dificuldades e mitigadores em caso de recuperação judicial ou extrajudicial.

Por opção de metodologia, a conclusão do trabalho é elaborada em forma de síntese, não citando algumas conclusões no corpo do trabalho que dependem da análise do caso concreto.

1 Conceito de garantia

Embora esclarecido no tópico anterior que não é objetivo deste trabalho apresentar conceitos jurídicos de fácil constatação,

o conceito de garantia precisa ser revisitado, em razão da sua essencialidade para o entendimento do presente trabalho.

Assim, se a vida fosse tal qual uma utopia, sem conflitos de interesse, com todos agindo de boa-fé e lealdade, o conceito de garantia não precisaria ser discutido. Como esse não é o caso, os agentes financeiros precisam adotar medidas que assegurem o retorno do capital investido nos financiamentos de projetos.

Segundo o Dicionário Aurélio, garantia pode ser entendida como o ato com que se assegura uma obrigação, uma intenção, um sentimento etc. Com essa ideia em mente, é possível afirmar que a garantia não se restringe à hipoteca ou alienação fiduciária de um imóvel, ao aval de um sócio ou à cessão fiduciária de recebíveis etc.; garantia tem um conceito mais amplo. Uma operação pode ser contratada sem a constituição de garantias reais ou pessoais e ser entendida como uma operação com garantias, dependendo do contexto apresentado, dos instrumentos utilizados, da estrutura de obrigações adotadas etc.¹

Outro aspecto importante que precisar ser destacado é o fato de que o conceito de garantia deve ser entendido a partir de um ponto de vista teleológico. A prática demonstra que as garantias constituídas nas operações de *project finance* não visam facilitar a recuperação do crédito em execuções judiciais; as garantias constituídas nessas operações visam afetar o patrimônio do projeto para que o projeto atinja a finalidade proposta.

Por esse motivo, a doutrina do professor Eduardo Salomão Neto informa que:

Uma importante característica separa, entretanto, as garantias tradicionais daquelas outorgadas em operações de *project finance*: a intenção do credor. Enquanto muito frequentemente a intenção do credor ao obter garantias é poder executá-las para quitação de sua dívida, essa intenção é secundária no *project finance*. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. A principal esperança para o credor de pagamento integral do débito reside na continuação do projeto, com geração de recursos. Assim, tipicamente a existência de garantia e a possibilidade de sua excussão servem como elemento de pressão para que os financiadores influenciem a construção e operação

¹ Recomendamos a leitura do Acórdão 2780/2011 – Plenário do Tribunal de Contas da União que a analisou e aprovou a estrutura de garantias na operação de financiamento de projeto concedida pelo Banco Nacional do Nordeste do Brasil para construção da Arena Fonte Nova em Salvador/BA.

do projeto, caso o inadimplemento das obrigações a eles devidas seja iminente ou já tenha ocorrido (SALOMÃO NETO, 2007, p. 405).

Ou seja, a receita gerada com a conclusão do projeto é a principal garantia do agente financeiro para o pagamento integral do débito. Assim, estabelecer mecanismos de controle que assegurem a conclusão do projeto é de suma importância para o agente financeiro.

Para fechar o tópico, também é importante destacar que garantia não deve ser entendida tão somente como um direito do agente financeiro, que visa evitar as consequências da inadimplência, mas também deve ser vista como um dever, uma vez que o agente regulador, cumprindo o seu papel legal², veda que as instituições financeiras concedam crédito sem a observância do princípio garantia³, e a sua inobservância pode gerar punições ao agente financeiro e seus administradores.⁴

Em linhas gerais, este tópico abordou o conceito de garantia segundo as premissas das operações de *project finance*, que serão necessárias para o entendimento dos tópicos seguintes.

2 Alienação fiduciária/penhor das ações nominais da sociedade de propósito específico

No tópico anterior, foi informado que as garantias constituídas nas operações de financiamento de projetos não visam facilitar a recuperação do crédito em execuções judiciais, e sim afetar o patrimônio do projeto para que este atinja a finalidade proposta e o agente financeiro consiga o retorno do capital investido.

Nesse contexto, insere-se a alienação fiduciária/penhor das ações, que visa, em apertada síntese, gravar com ônus (sequela e preferência)⁵ o ativo do empreendedor e que, conforme será

² Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. "Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: [...] VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras".

³ Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.559/1988.

⁴ Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.065/1985. (Regulamento de aplicação de penalidades às instituições financeiras, seus administradores, membros de conselhos consultivos, fiscais e semelhantes, gerentes e outras pessoas que infringirem as disposições das Leis nº 4.595, de 31.12.64, 4.728, de 14.07.65, e 4.829, de 05.11.65, bem como outras normas legais ou regulamentares aplicáveis.)

⁵ Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. "Art. 1.367. A propriedade fiduciária em garantia de bens móveis ou imóveis sujeita-se às disposi-

demonstrado, tem por objetivo principal possibilitar o controle dos atos praticados pelo empreendedor ou possibilitar o controle direto da SPE.

A alienação fiduciária/penhor das ações nominativas da sociedade encontra regulamentação na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações (LSA)⁶, e supletivamente no Código Civil, nos termos do art. 1.368-A.

A principal função dessa garantia é possibilitar o controle/administração/gerenciamento dos atos praticados pelo empreendedor, visando à conclusão do projeto que é a melhor garantia de retorno do capital investido. Nesse sentido, dispõe o artigo 13 da LSA:

Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

O art. 113 da LSA é um dos motivos que levam o professor Melhim Namem Chalhub a afirmar que o direito positivo brasileiro admite a propriedade fiduciária para as hipóteses de administração de patrimônio:

A permissão para negociação fiduciária de ações inspira-se no princípio de que o negócio fiduciário, como

ções do Capítulo I do Título X do Livro III da Parte Especial deste Código e, no que for específico, à legislação especial pertinente, não se equiparando, para quaisquer efeitos, à propriedade plena de que trata o art. 1.231".

⁶ "Art. 39. O penhor ou caução de ações se constitui pela averbação do respectivo instrumento no livro de Registro de Ações Nominativas. § 1º O penhor da ação escritural se constitui pela averbação do respectivo instrumento nos livros da instituição financeira, a qual será anotada no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista. § 2º Em qualquer caso, a companhia, ou a instituição financeira, tem o direito de exigir, para seu arquivo, um exemplar do instrumento de penhor. Art. 40. O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados: I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas"; II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarás no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros."

instituto de ampla aplicação, abrange a transmissão de bens ou direitos, bem como a assunção de obrigações abstratas. A alienação fiduciária de ações de sociedade anônima enseja a criação da figura do acionista fiduciário, o qual, como observa Ferrara, “ não é fictício, testa de ferro ou mandatário, mas verdadeiro acionista, proprietário efetivo da ação, quer nas relações internas quer nas relações externas, podendo, portanto, intervir nas assembléias e exercer direitos sociais” .⁶⁹ Não obstante esses princípios, o art. 113, parágrafo único, da Lei 6.404/76, excepciona-os, preservando o direito de voto do fiduciante, mas restringindo sua exequibilidade às hipóteses e nas condições que o contrato estipular, ao dispor que “ o credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato” (CHALHUB, 2013, p. 26).

A nota de rodapé destaca uma estrutura contratual ordinariamente adotada pelos agentes financeiros em operações de financiamento de projeto⁷, demonstrando as matérias que são, em regra, de maior preocupação dos financiadores (transferência do controle acionário, endividamento e pedido de recupe-

⁷ Cláusula do exercício de direito de voto. Durante a vigência do Contrato, o ACIONISTA poderá exercer o direito de voto vinculado às AÇÕES de sua titularidade, obrigando-se a: não aprovar e/ou realizar qualquer ato em desacordo com o disposto nos DOCUMENTOS DA OPERAÇÃO ou que prejudique o pagamento e cumprimento integral das obrigações assumidas ou comprometa o penhor aqui constituído; e

I - a submeter à autorização prévia e por escrito dos CREDORES, conforme previsto no artigo 113 da LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES, as seguintes matérias: (i) alteração no direito de voto das AÇÕES e quóruns de deliberações; (ii) criação de nova espécie ou classe de ações de emissão da CONCEBRA; (iii) qualquer requerimento voluntário ou involuntário de extinção, liquidação, dissolução, pedido de autofalência, pedido de recuperação judicial ou apresentação de plano de recuperação extrajudicial, reorganização ou qualquer outro ato ou procedimento análogo que venha a ser criado por lei ou que possa implicar uma reestruturação financeira da DEVEDORA ou a prática de quaisquer atos pré-falimentares previstos em lei;

II - fusão, cisão, incorporação, transformação em outro tipo societário, constituição de subsidiária ou qualquer outra espécie de reorganização societária envolvendo a CONCEBRA;

III - propostas concernentes a direito de preferência, cessão, alienação ou oneração, a qualquer título, de ação de emissão da CONCEBRA;

IV - propostas concernentes à venda, aquisição, incorporação, fusão, cisão de ativos ou qualquer outro ato que importe ou possa vir a importar em transferência do controle acionário, direto ou indireto, da CONCEBRA ou de seus ativos;

ração judicial da SPE). A sugestão deste trabalho é que, além das matérias elencadas na cláusula, também seja inserida uma obrigação em que a nomeação e renovação dos mandatos dos diretores sejam submetidas à apreciação prévia do agente financeiro, para que, caso sejam verificados indícios de má gestão do empreendimento, o agente financeiro possa alterar os administradores da SPE.

A possibilidade de escolha dos administradores da SPE deve ser discutida com o gestor do contrato, para que sejam avaliadas as condições operacionais e a conveniência de se adotar tal prerrogativa, considerando que na medida em que se criam direitos também se criam obrigações, especialmente nos casos de bancos públicos, em que os gestores frequentemente são convocados para prestar esclarecimento da adoção de determinadas escolhas.

Um aspecto que merece ser discutido é o caso de descumprimento da cláusula, que possui três consequências possíveis: (i) o vencimento antecipado da operação; (ii) a ação de obrigação de fazer ou não fazer; e (iii) a nulidade do ato praticado. Esta última consequência é passível de discussão judicial; ainda não há precedentes judiciais em tribunais sobre esse ponto, mas é possível defender a nulidade do ato, isto é, em razão da ausência de legitimação do ato (GOMES, 2008, p. 55), considerando que a previsão contratual decorre de previsão legal e o con-

V - emissão de debêntures de qualquer natureza, exceto na forma prevista nos CONTRATOS DE FINANCIAMENTO, bônus de subscrição, partes beneficiárias ou qualquer outra espécie de valor mobiliário;

VI - resgate, amortização ou reembolso de ações, bem como redução do capital social da CONCEBRA;

VII - a contratação de qualquer operação que, de qualquer forma, dê origem a novos endividamentos (exceto conforme permitido nos CONTRATOS DE FINANCIAMENTO);

VIII - alterações no Estatuto Social da DEVEDORA, observadas as exceções expressamente admitidas nos CONTRATOS DE FINANCIAMENTO; e, IX - declaração ou distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio e quaisquer outras espécies de distribuições pela DEVEDORA.

PARÁGRAFO PRIMEIRO - As PARTES desde já reconhecem e concordam que será nulo e ineficaz perante a ACIONISTA, a DEVEDORA, os CREDORES ou qualquer terceiro, qualquer ato ou negócio jurídico relacionado às AÇÕES praticado em desacordo com as disposições deste CONTRATO, em especial as relativas ao exercício do direito de voto definidas neste CONTRATO.

PARÁGRAFO SEGUNDO - As instruções escritas, mencionadas no Parágrafo Segundo desta Cláusula, serão fornecidas pelos CREDORES em observância ao parágrafo único do art. 116 da LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES.

trato é objeto de registro nos livros da empresa, ou seja, é dotado de publicidade, podendo, inclusive, pleitear a nulidade da celebração de um empréstimo realizado pela SPE sem a autorização da CAIXA e/ou requerer a extinção de um processo de recuperação judicial (ENEI, 2016).

Avançando na discussão, além do controle das deliberações societárias, o credor tem a possibilidade de alienar as ações da SPE visando à liquidação/amortização do financiamento; todavia, deve-se considerar que o valor das referidas ações possivelmente não será suficiente para liquidar o valor investido pelo agente financeiro, em caso de excussão das ações dadas em garantia, na linha do que foi proposto no tópico 2 deste trabalho.⁸

O risco de insuficiência dos recursos da alienação dos ativos para liquidação da operação pode ser mitigado, dependendo do percentual de aporte de capital próprio do empreendedor e da sua aplicação de forma antecipada, aspecto que agregaria maior valor à SPE, em razão dos investimentos feitos ao projeto com recursos do empreendedor. Ainda assim, há o risco de que essas medidas não sejam suficientes para liquidar a operação e a exigência de aumento de aporte de capital próprio do empreendedor e/ou a sua aplicação de forma antecipada inviabilizem a iniciativa do empreendedor ou prejudiquem a conclusão do projeto. Esse é um aspecto que deve ser avaliado, caso a caso, pela área de risco de crédito e pelo gestor do contrato.

Concluindo o tópico, a prática demonstra que, conforme já se afirmou anteriormente, a conclusão do projeto é a melhor opção para a satisfação do crédito do agente financeiro e a alienação/penhor das ações, contratualmente ajustada, é um instrumento que possibilita ao credor um controle preventivo e saneador da má gestão do projeto pelo empreendedor.

Reconhecendo que a conclusão do projeto é o melhor caminho e que o controle dos atos praticados pelo empreendedor é um instrumento que possibilita ao agente financeiro buscar a conclusão do projeto, torna-se conveniente estudar a figura do *step-in-rights* no âmbito de financiamento de projetos regulados por concessões públicas e parcerias público-privadas.

⁸ “Enquanto muito frequentemente a intenção do credor ao obter garantias é poder executá-las para quitação de sua dívida, essa intenção é secundária no project finance. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los” (SALOMÃO NETO, 2007, p. 405).

2.1 Step-in-rights

O *step-in-rights*, modalidade de assunção de controle da SPE, está regulamentado nos artigos 27-A da Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995⁹, e no inciso I, do § 2º, do art. 5º e 5-A da Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004.¹⁰

⁹ “Art. 27-A. Nas condições estabelecidas no contrato de concessão, o poder concedente autorizará a assunção do controle ou da administração temporária da concessionária por seus financiadores e garantidores com quem não mantenha vínculo societário direto, para promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 1º Na hipótese prevista no *caput*, o poder concedente exigirá dos financiadores e dos garantidores que atendam às exigências de regularidade jurídica e fiscal, podendo alterar ou dispensar os demais requisitos previstos no inciso I do parágrafo único do art. 27. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 2º A assunção do controle ou da administração temporária autorizada na forma do *caput* deste artigo não alterará as obrigações da concessionária e de seus controladores para com terceiros, poder concedente e usuários dos serviços públicos. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 3º Configura-se o controle da concessionária, para os fins dispostos no *caput* deste artigo, a propriedade resolúvel de ações ou quotas por seus financiadores e garantidores que atendam os requisitos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 4º Configura-se a administração temporária da concessionária por seus financiadores e garantidores quando, sem a transferência da propriedade de ações ou quotas, forem outorgados os seguintes poderes: (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

I - indicar os membros do Conselho de Administração, a serem eleitos em Assembleia Geral pelos acionistas, nas sociedades regidas pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976; ou administradores, a serem eleitos pelos quotistas, nas demais sociedades; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

II - indicar os membros do Conselho Fiscal, a serem eleitos pelos acionistas ou quotistas controladores em Assembleia Geral; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

III - exercer poder de veto sobre qualquer proposta submetida à votação dos acionistas ou quotistas da concessionária, que representem, ou possam representar, prejuízos aos fins previstos no *caput* deste artigo; (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

IV - outros poderes necessários ao alcance dos fins previstos no *caput* deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 5º A administração temporária autorizada na forma deste artigo não acarretará responsabilidade aos financiadores e garantidores em relação a tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015)

§ 6º O Poder Concedente disciplinará sobre o prazo da administração temporária. (Incluído pela Lei nº 13.097, de 2015).”

¹⁰ A previsão da Lei nº 11.079/04 apresenta a mesma redação da Lei nº 8.987/95.

Esse instituto do Direito Administrativo é abordado pela doutrina de forma bastante superficial, não há precedentes judiciais envolvendo a sua aplicação, bem como não se tem notícia de sua execução no mercado.

Esse instituto foi recentemente objeto de inovação legislativa, através da Lei nº 13.097/15, que é conversão da Medida Provisória nº 656/2014. A justificativa para a referida inovação é encontrada no Parecer nº 4 de 2014 da Comissão Mista de Relatoria do Senador Romero Juca, que propõe o seguinte:

A primeira delas trata dos denominados *step-in-rights*. A cláusula de *step-in-right* nos contratos de concessão ou de permissão possibilita a transferência do controle da empresa para financiadores ou garantidores em caso de inadimplência. Alternativamente, os financiadores e garantidores podem exercer a administração da empresa a fim de saneá-la e, com isso, conseguir retomar o pagamento das despesas financeiras do empreendimento. A assunção do controle acionário, no entanto, traz alguns problemas aos financiadores. Os credores, ao assumir o controle, incorrem no risco de sucessão de passivos, tais como os tributários, trabalhistas, socioambientais etc. Uma possibilidade nessa direção é aumentar os mecanismos de execução do *step-in-rights*. Para tanto, propomos a criação da figura da “administração temporária”, na qual o credor, sem assumir o controle da concessionária ou permissionária, passaria a definir as principais diretrizes estratégicas com vistas à reestruturação da empresa e, conseqüentemente, a retomada da adimplência em relação às despesas financeiras.¹¹

Em relação às afirmações do referido parecer sobre os riscos incidentes na execução do *step-in-rights*, precisamos entender o seguinte: sempre há o risco, em maior ou menor grau, de o agente financeiro responder pelo passivo da SPE, considerando a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, os princípios gerais de direito e o fato de o agente financeiro ser uma pessoa com liquidez que facilita a execução de uma decisão judicial.

A constituição e regulação do *step-in-rights*, apesar de este ser um instituto regulado pelo Direito Administrativo, depende da observância das regras de Direito Civil, especialmente na relação jurídica entre o agente financeiro e o tomador. Até a edi-

¹¹ Site da Câmara dos Deputados. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_pareceres_substitutivos_votos?jsessionid=A05315EAEAF4193680B089B38063E4F0.proposicoesWebExterno2?idProposicao=622854>; Acesso em: 11 de nov. 2016.

ção da Lei nº 13.097/15 era possível entender que o *step-in-rights* tinha a natureza jurídica de um usufruto de empresa¹², e, com a edição da lei, em razão da inclusão do § 3º do art. 27-A, pode-se entender que uma das vertentes do *step-in-rights* tem a natureza de propriedade fiduciária.¹³

Assim, é importante dizer que, independentemente da condição do credor, usufrutuário¹⁴ ou proprietário¹⁵, há o risco de o agente financeiro responder pelo passivo da empresa. Esse risco permanece no caso da administração temporária, especialmente considerando, apesar da previsão legal inserida no § 5º do art. 27-A da Lei de Concessões, as causas trabalhistas e as ações de dano ambiental, e as hipóteses de ilícitos praticados pelos administradores nomeados (art. 186/187 e 927 do Código Civil), uma vez que o agente financeiro está assumindo a administração da empresa.^{16, 17}

¹² O instituto do usufruto está previsto nos artigos 1.390 a 1.411 do Código Civil, e até a edição da Lei nº 11.382/2006, o antigo Código de Processo Civil, previa essa forma de expropriação, no art. 716, bem como é um dos meios de recuperação judicial, conforme inciso XIII, art. 50, da Lei nº 11.101/2005.

¹³ Código Civil. “Art. 1.359. Resolvida a propriedade pelo implemento da condição ou pelo advento do termo, entendem-se também resolvidos os direitos reais concedidos na sua pendência, e o proprietário, em cujo favor se opera a resolução, pode reivindicar a coisa do poder de quem a possua ou detenha.” “Art. 1.361. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor.”

¹⁴ - BRASIL. Código Civil Brasileiro. Art. 1.403 Incumbem ao usufrutuário: I - as despesas ordinárias de conservação dos bens no estado em que os recebeu; II - as prestações e os tributos devidos pela posse ou rendimento da coisa usufruída.

¹⁵ Código Civil Brasileiro. “Art. 1.368-B. [...] Parágrafo único. O credor fiduciário que se tornar proprietário pleno do bem, por efeito de realização da garantia, mediante consolidação da propriedade, adjudicação, dação ou outra forma pela qual lhe tenha sido transmitida a propriedade plena, passa a responder pelo pagamento dos tributos sobre a propriedade e a posse, taxas, despesas condominiais e quaisquer outros encargos, tributários ou não, incidentes sobre o bem objeto da garantia, a partir da data em que vier a ser imitado na posse direta do bem.”

¹⁶ Lei nº 6.404/76. “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.”

¹⁷ Existe a discussão quanto à possibilidade de uma pessoa jurídica administrar uma sociedade empresarial. Independentemente dessa discussão, é possível que a CAIXA responda solidariamente com o administrador nomeado (942 c/c 932, inciso III do Código Civil).

Apesar desse risco, a execução desse instrumento de garantia pode ser conveniente para a conclusão do projeto e a recuperação do capital investido, desde que operacionalizada de forma profissional pelo agente financeiro, sendo mais uma opção para assegurar o retorno do capital dentro do pacote de garantia nos financiamentos de projetos.

Assim, analisados os instrumentos que possibilitam ações coercitivas do agente financeiro no sentido de recuperar os recursos investidos. Nesse contexto, analisar-se-á o outro lado da moeda, isto é, os mecanismos de defesa do empreendedor, as recuperações judicial e extrajudicial, que vêm gerando inúmeras discussões no meio financeiro.

3 Recuperações judicial e extrajudicial

Tem-se a ideia de que quando o empreendedor busca a recuperação judicial (RJ), essa visa buscar condições mais vantajosas para o pagamento do seu passivo.¹⁸

A prática demonstra que a RJ só é um problema ao agente financeiro quando é proposta pelo *sponsors* (empreendedor, acionista da SPE), este sendo o principal fornecedor de bens e serviços do projeto, fato que causa impacto direto na conclusão do projeto ou na sua manutenção, dificultando a sua substituição ou a execução de garantias. Os mitigadores desse risco são (i) vedar a contratação de partes relacionadas¹⁹ ou (ii) exigir garantias mais robustas (fiança bancária ou seguro-garantia).

Gravar com ônus as ações emitidas pela SPE não mitiga os possíveis prejuízos de uma RJ, considerando que, em regra, a RJ é proposta pelo *sponsors* e, contra o *sponsors*, o agente financeiro, via de regra, só possui o Contrato de Suporte dos Acionistas²⁰, ou seja, inicialmente, pode-se discutir até mesmo a ausência de dívida a ser incluída na recuperação judicial.

¹⁸ Lei 11.101/2005. "Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica."

¹⁹ Sobre partes relacionadas recomendamos a leitura da monografia *Transações com Partes Relacionadas nos Projetos de Infraestrutura Financiados por Project Finance: Caso de Construtora no Grupo Econômico do Acionista Controlador*, de autoria do aluno Maurino Donato Lagrutta Jalom, UFRJ, 2016.

²⁰ Sobre o tema, sugerimos a leitura da monografia *Contrato de Suporte de Acionistas*, do aluno Ricardo Madrona Saes, da Fundação Getúlio Vargas, 2016. Pode ser localizada na biblioteca digital da FGV, no site <<http://bibliotecadigital.fgv.br>>.

Quando existe uma dívida a ser cobrada do empreendedor, passa a ser relevante a forma da constituição da garantia, penhor ou alienação fiduciária, considerando os termos do § 3º do art. 49 (Recuperação Judicial) e § 1º do art. 161 (Recuperação Extrajudicial) da Lei de Falência, que excluem os créditos garantidos por propriedade fiduciária dos planos de recuperação previstos na lei.

Sobre a possibilidade da assunção do controle da SPE pelo agente financeiro no curso de uma RJ, a sua viabilidade jurídica dependerá da análise do caso concreto, vista a possibilidade do enquadramento da SPE no conceito de bem de capital essencial para atividade do empreendedor. Nesse sentido, a impossibilidade ou o pagamento reduzido de dividendos, bonificações ou o pagamento de juros sobre o capital próprio até o atingimento dos índices de cobertura da dívida e a subordinação de eventuais mútuos contratados entre a SPE e o *sponsors* para com o crédito do agente financeiro são fatos que podem ser alegados para afastar o enquadramento da SPE no conceito de bem de capital essencial para a atividade do empreendedor. Ademais, existe a possibilidade do pagamento desses créditos do *sponsors* (dividendos, bonificações, juros sobre o capital próprio e pagamento de mútuos) na conta vinculada do juízo da recuperação judicial, nos termos do § 5º do art. 49 da lei de falência, não impedindo ou inviabilizando a assunção do controle da SPE pelo agente financeiro. Nos casos em que a SPE é o principal contratante de bens e serviços do empreendedor, essa situação é mais sensível; porém, também não há, em tese, impedimento para a assunção do controle da SPE, considerando a possibilidade da manutenção dos contratos de fornecimento de bens e serviços firmados entre a SPE e o *sponsors* em RJ. Também há que se defender em juízo que a assunção do controle da SPE pelo agente financeiro será benéfica para os bens jurídicos protegidos pelo princípio da preservação da empresa.

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

[...]

§ 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu

crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

[...]

§ 5º Tratando-se de crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários, poderão ser substituídas ou renovadas as garantias liquidadas ou vencidas durante a recuperação judicial e, enquanto não renovadas ou substituídas, o valor eventualmente recebido em pagamento das garantias permanecerá em conta vinculada durante o período de suspensão de que trata o § 4º do art. 6º desta Lei.

No caso de pedidos de RJ/RE deduzidos pela SPE, essa é uma decisão que depende da anuência dos financiadores, nos termos do art. 113 da LSA, conforme indicado no tópico anterior. E, nesse contexto, a recomendação é que a RJ/RE da SPE seja avaliada caso a caso, considerando que a RJ/RE da SPE pode ser benéfica para a conclusão do projeto, uma vez que, além da renegociação com o agente financeiro, é possível que a SPE adquira condições de pagamento favoráveis do seu passivo com outros credores.

Para finalizar, outro aspecto importante é que, ocorrendo uma dessas hipóteses (RJ/RE), o agente financeiro deve submeter essas situações à sua área de risco de crédito, para que se faça a reanálise do risco da operação e o respectivo provisionamento, nos termos das Resoluções do CMN nº 2.682/99 e 3.721/09.

São esses os aspectos que entendemos serem abordados sobre as recuperações judicial e extrajudicial, considerando o escopo do presente trabalho.

Conclusão

Após as considerações apresentadas, podemos concluir o seguinte:

- em operações de *project finance*, a conclusão do projeto é a melhor garantia para assegurar o retorno do capital investido;
- para conclusão do projeto, o penhor/alienação fiduciária das ações nominativas é um instrumento de controle dos atos de gestão praticados pelos empreendedores que visa à conclusão do projeto, sendo esta a sua principal função;

- o agente financeiro tem a possibilidade de alienar as ações nominativas da SPE; todavia, há o risco de os valores auferidos com a alienação serem insuficientes para liquidação da operação;

- no âmbito da intervenção da gestão administrativa da SPE, nos casos de concessões de serviços públicos ou parcerias público-privadas, existe a figura do *step-in-rights*;

- na execução do *step-in-rights* existe o risco de o agente financeiro responder pelo passivo da SPE, bem como por eventuais danos causados em caso de má gestão ao promover a intervenção na administração da SPE;

- a efetividade da execução dos instrumentos (alienação/penhor das ações nominativas ou na execução do *step-in-rights*) depende de uma intervenção profissional do agente financeiro;

- a recuperação judicial e extrajudicial, por si só, não inviabiliza o controle da SPE pelo agente financeiro;

- em caso de recuperação judicial ou extrajudicial, deve-se fazer uma análise casuística, para avaliar a conveniência do plano de recuperação para a conclusão do projeto;

- na contratação de operação com partes relacionadas, exige-se uma análise mais cuidadosa na estruturação das garantias da operação.

Referências

- CHALHUB, Melhim Namem. Propriedade Fiduciária de Bens Móveis em Garantia. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 21, 2013.
- ENEI, José Virgílio Lopes. Instrumentos Protetivos do Financiador em *Project Finance* no Contexto da Recuperação Judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 2, 2016.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Aurélio Século XXI**: o dicionário da língua portuguesa. 3º ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.
- GOMEZ, Luis Alberto et al. **Contratos EPC Turnkey, Contratos-padrão, Gerência de Riscos, Project Finance e Gerência de Processos EPC**. Florianópolis: Visual Books, 2006.
- GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- JALOM, Maurino Donato Lagrutta. **Transações com Partes Relacionadas nos Projetos de Infraestrutura Financiados por Project Finance: Caso de Construtora no Grupo Econômico do Acionista Controlador**. Monografia. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2016.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SAES, Ricardo Madrona. **Contrato de Suporte de Acionistas**. Monografia. Fundação Getúlio Vargas, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br>>.