

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

LUIZA VILLAS BOAS VIANA

O COMPROMISSO DE APORTE DE CAPITAL COMO GARANTIA AO
PROJECT FINANCE

SÃO PAULO
2022

LUIZA VILLAS BOAS VIANA

**O COMPROMISSO DE APORTE DE CAPITAL COMO GARANTIA AO
*PROJECT FINANCE***

Dissertação apresentada à Escola de Direito da
Fundação Getulio Vargas como requisito para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios

Orientador: Prof. Dr. Wanderley Fernandes

**SÃO PAULO
2022**

Viana, Luiza Villas Boas.

O compromisso de aporte de capital como garantia ao *Project Finance* / Luiza Villas Boas Viana. - 2022.

81 f.

Orientador: Wanderley Fernandes.

Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Projetos - Financiamento. 2. Responsabilidade (Direito). 3. Contratos. 4. Compromisso (Direito). 5. Administração de risco. I. Fernandes, Wanderley. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.44

LUIZA VILLAS BOAS VIANA

**O COMPROMISSO DE APORTE DE CAPITAL COMO GARANTIA AO
*PROJECT FINANCE***

Dissertação apresentada à Escola de Direito da
Fundação Getulio Vargas como requisito para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios

Data de aprovação: 29/06/2022

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Wanderley Fernandes (Orientador)
– FGV - EDESP

Prof. Dr. Paulo Doron Rehder de Araújo
– FGV - EDESP

Prof. Dr. Kleber Luiz Zanchim
Insper

AGRADECIMENTOS

A conclusão desta etapa em minha carreira acadêmica e profissional significou um dos maiores desafios que enfrentei até aqui. Assim, não poderia deixar de agradecer a todos os que, direta ou indiretamente, contribuíram durante essa caminhada.

Agradeço aos meus colegas e professores do Mestrado, por dividirem comigo seus conhecimentos e experiências. Especialmente ao Professor Wanderley, meu orientador, agradeço pelos conselhos e compreensão ao longo dessa jornada. Aos chefes e colegas do Villemor Amaral e Amaral Lewandowski, agradeço pelas oportunidades profissionais e ensinamentos os quais me ajudaram a chegar até aqui.

Agradeço aos meus pais, Cristiana e Armando, pelo apoio incondicional e por sempre acreditarem em minha capacidade de superar todos os desafios a mim apresentados. Aos meus irmãos e às queridas Bárbara, Camila, Carla, Gabriela e Lorena, que mesmo a distância vibram com todas as minhas conquistas.

Agradeço especialmente ao meu marido, Lucas, por compreender minhas inúmeras ausências e caminhar ao meu lado, sempre me incentivando a acreditar em meu potencial e a não desistir dos meus objetivos.

RESUMO

A presente pesquisa tem como objetivo analisar de forma crítica o contexto de utilização do compromisso de aporte de capital como garantia substituta às fianças prestadas pelos patrocinadores no âmbito dos financiamentos de projetos concedidos no Brasil. A referida análise é feita com base nos instrumentos celebrados para financiar a construção do estádio de futebol denominado popularmente Arena Corinthians, focando especialmente o compromisso de aporte de capital assumido pelas patrocinadoras do projeto, para verificar o cumprimento do objetivo original da referida garantia, sua relação com os demais contratos celebrados no âmbito do projeto e segurança jurídica. Constata-se que a forma de utilização do compromisso de aporte de capital no contexto do *Project Finance* brasileiro não só traz poucos benefícios e avanços ao modelo de financiamento de projetos adotado no País, como também distorce as características originais da garantia adotada na prática internacional. Por fim, a pesquisa sugere pontos de melhoria dos instrumentos, para manter a limitação de responsabilidade inerente ao *Project Finance* e assegurar a exequibilidade de tal instrumento sob a perspectiva da legislação brasileira.

Palavras-chave: *Project Finance*; financiamento de projetos; garantias; compromisso de aporte de capital; Contrato de Suporte; alocação de risco; limitação de responsabilidade.

ABSTRACT

This research aims to analyze critically the equity support granted by the sponsors as a substitution of the personal guarantee in the context of project financing granted in Brazil. The aforementioned analysis is based on the agreements to finance the construction of the football stadium popularly known as Arena Corinthians, focusing especially on the evaluation of the fulfillment of the original purpose of the equity support, its correlation with the other agreements of the project and its enforcement. It is found that the equity support in the context of Brazilian Project Finance not only brings few benefits and advances to the project financing model adopted in county, but also distorts the original characteristics of the guarantee used in international practice. Finally, the research suggests points for improvement for the agreements, aiming to maintain the limitation of liability inherent to Project Finance and to ensure the enforcement of such an agreement in the Brazilian law perspective.

Keywords: Project Finance; guarantees; equity support; Equity Support Agreement; limitation of liability.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Ilustração gráfica de modelo de financiamento de projetos usual	18
Figura 2 – Principais relações contratuais decorrentes do financiamento de projetos	21
Figura 3 – Reprodução parcial de matriz de risco para construção de usina elétrica.....	32
Figura 4 – Estrutura societária.....	50
Figura 5 – Trecho da Cláusula 3.1 do Contrato de Suporte	66
Figura 6 – Trecho da Cláusula Décima Sétima do Contrato de Financiamento	72

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Quadro sinótico das classificações do financiamento de projetos.....	27
Quadro 2 – Informações básicas programa BNDES ProCopa Arenas	48
Quadro 3 – Resumo das condições da operação.....	49

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Quesitos	12
1.2	Metodologia.....	13
1.3	Fontes de dados e informações.....	14
2	CONTEXTUALIZAÇÃO DO <i>PROJECT FINANCE</i>	15
2.1	Definições, características e estrutura do <i>Project Finance</i>	15
2.2	Limitação de responsabilidade no financiamento de projetos.....	19
2.3	Classificações de <i>Project Finance</i>	23
2.3.1	Nível de garantias oferecidas.....	23
2.3.2	Fase de desenvolvimento do projeto	26
2.4	Garantias prestadas pelas patrocinadoras no modelo <i>limited recourse</i>	27
3	COMPROMISSO DE APORTE DE CAPITAL UTILIZADO COMO GARANTIA AOS FINANCIAMENTOS DE PROJETOS.....	30
3.1	Compromisso de aporte de capital no âmbito do <i>Project Finance</i>	31
3.2	Natureza jurídica do Contrato de Suporte	34
3.2.1	Natureza jurídica de garantia pessoal	34
3.2.2	Contratos preliminares.....	36
3.3	Compromisso de aporte como garantia ao <i>Project Finance</i> e a legislação brasileira	39
3.4	Segurança jurídica dos compromissos de aporte de capital	41
3.4.1	Suprimento judicial de vontade nos contratos preliminares.....	41
3.4.2	Exequibilidade do compromisso de aporte de capital	42
3.4.3	Elementos essenciais e não essenciais dos compromissos de aporte de capital.....	46
4	CASO PROBLEMA – ARENA CORINTHIANS	48
4.1	Condições da operação	49
4.2	Estrutura societária das pessoas jurídicas integrantes da operação	49
4.2.1	Sociedade de propósito específico e fundo de investimento	50
4.3	Estrutura da operação	53

4.3.1	Fontes de recurso	54
4.4	Descrição do Contrato de Financiamento.....	55
4.5	Descrição do Contrato de Suporte	60
5	ANÁLISE DO CONTRATO DE SUPORTE NO CASO PARADIGMA	65
5.1	O Contrato Suporte e a descaracterização do <i>Project Finance</i>	65
5.2	A segurança jurídica no caso concreto	69
5.2.1	Dificuldades apresentadas no caso concreto	70
5.2.2	Aperfeiçoamento do Contrato de Suporte	72
	CONCLUSÃO.....	74
	REFERÊNCIAS	77

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar criticamente o modo de utilização dos instrumentos de compromissos de aporte de capital como garantia aos financiamentos sob o modelo de *Project Finance*, bem como o atendimento dessa forma de garantia ao propósito a esta atribuído.

Para tanto, como método de avaliação da real aplicação do referido instrumento utilizado como garantia nas operações de *Project Finance* optou-se por realizar um estudo de caso do financiamento concedido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e repassado pela Caixa Econômica Federal (CEF), para a construção do estádio de futebol localizado na cidade de São Paulo, no bairro Itaquera, conhecido popularmente como Arena Corinthians.

A construção da Arena Corinthians foi iniciada para atender as demandas decorrentes da Copa do Mundo de 2014, tendo, para tanto, utilizado o financiamento no modelo de *Project Finance*, o que gerou diversas críticas ao longo e após a execução da obra.

O caso ora analisado foi permeado por diversas particularidades, inclusive a propositura de ação popular e ação e execução por quantia certa, sendo a primeira em face do Clube, do Fundo de Investimentos e sua gestora, da construtora responsável pela execução da obra e do então prefeito Gilberto Kassab, e a segunda, proposta exclusivamente contra Sociedade de Propósito Específico (SPE), constituída pelas sociedades patrocinadoras do projeto. Tais ações, apesar de não serem objeto do presente trabalho, foram utilizadas para acesso aos instrumentos contratuais celebrados no âmbito do *Project Finance*.

A abordagem pretendida, além de apontar no caso concreto as características, os riscos e as vantagens decorrentes do compromisso de aporte de capital como garantia ao *Project Finance*, tem como foco principal verificar se tal garantia respeita o preceito de alocação de risco com a consequente limitação de responsabilidade dos patrocinadores do projeto, inerente a esse tipo de financiamento, bem como abordar sua aplicabilidade em financiamentos de projetos no geral e a exequibilidade do instrumento.

O trabalho deverá responder aos quesitos listados na seção seguinte, com o intuito de avaliar o contexto em que vêm sendo utilizados o compromisso de aporte de capital, o cumprimento do propósito de garantia não tradicional e limitadora de responsabilidade, a

segurança jurídica do instrumento objeto do estudo, bem como de propor melhorias e alterações à sua estrutura e/ou aplicabilidade para assegurar o cumprimento de seu objetivo, utilidade e efetividade.

1.1 Quesitos

Contextualização Fática

- Em que contexto são utilizados os compromissos de aporte de capital no *Project Finance*?
- Quais as vantagens e riscos da substituição de garantias fidejussórias dos patrocinadores do projeto pelo compromisso de aporte de capital?

Referencial Teórico Normativo

- Qual a função do compromisso de aporte de capital no âmbito do *Project Finance*?
- Como a legislação brasileira trata o compromisso de aporte de capital nas sociedades por ação e sociedades limitada?
- Como o mercado e a legislação brasileira tratam o compromisso de aporte de capital no âmbito do *Project Finance*?
- Como são classificados os instrumentos que estipulam o compromisso de aporte de capital?

Abordagem Analítica

- A substituição da fiança pelo compromisso de aporte de capital no âmbito do financiamento de projetos está cumprindo sua função?
- Qual a relação entre os contratos de financiamento celebrados entre o financiador e os patrocinadores e o compromisso de aporte de capital instrumentalizado pelo Contrato de Suporte de Acionista?
- Na hipótese de inadimplemento do compromisso de aporte de capital, quais os remédios jurídicos aplicáveis?

Conclusão Propositiva

- O que deve ser observado na elaboração do instrumento de compromisso de aporte de capital para garantir que este cumpra seu objetivo e respeite a limitação de responsabilidade inerente ao financiamento de projetos?

- Qual o nível de segurança jurídica do compromisso de aporte de capital como garantia para o financiamento de projetos no Brasil?
- Quais as ferramentas e remédios podem ser utilizados para garantir o cumprimento do Contrato de Suporte?
- Faz-se necessária a elaboração de legislação específica para propiciar maior segurança jurídica ao compromisso de aporte de capital?

1.2 Metodologia

Para mensurar o real impacto e a forma de utilização do compromisso de aporte de capital como garantia nos financiamentos de projetos no Brasil, será adotado o método do estudo de caso de um relevante projeto de construção de um estádio de futebol financiado pelo BNDES, tendo como agente repassador dos recursos a CEF.

De acordo com Robert Yin, “um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto na vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos”.¹

O caso em questão utilizou como uma das garantias ao financiamento do projeto o Contrato de Suporte de Acionistas, cujo objeto é um compromisso de aporte de capital dos patrocinadores ou terceiros por estes indicados. O instrumento foi apontado como garantia essencial pelo financiador para a liberação dos recursos. Assim, o estudo tem como objetivo analisar se o compromisso de aporte de capital como garantia ao financiamento foi elaborado de maneira a cumprir suas funções e oferecer segurança jurídica suficiente ao financiador, sem que para tanto desnaturalize o *Project Finance*.

Desse modo, após o levantamento de tais informações, será possível examinar quais as mudanças, estruturais ou legislativas, necessárias para que o instrumento possa cumprir com excelência suas funções, bem como atender às expectativas de proteção dos financiadores em um financiamento de projeto.

O método do estudo de caso para esta pesquisa será essencial para avaliar a forma como o compromisso de aporte vem sendo utilizado no financiamento de projetos, bem como a efetividade desse instrumento ao substituir a fiança como garantia aos financiamentos obtidos,

¹ YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. p. 32.

uma vez que não há no Brasil legislação que regule o tema, além da falta de abordagem doutrinária sobre e precedentes judiciais até o momento que evidenciem a segurança da exequibilidade do instrumento jurídico para assegurar o cumprimento das obrigações de aporte de capital pelos patrocinadores.

1.3 Fontes de dados e informações

Para a elaboração do presente estudo, foram adotados como fonte de dados e informações pareceres sobre o projeto do caso paradigma divulgados pelo BNDES em seu site, documentos que instruem a petição inicial da Ação e Execução por Quantia Certa² em face da SPE e contratos decorrentes do financiamento registrados perante o 1.º Ofício de Registro de Títulos e Documentos de Brasília e 2.º Ofício de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo.

Além disso, como fonte de pesquisa foram analisadas doutrinas brasileiras e estrangeiras sobre os assuntos abordados, com o intuito de buscar embasamento para a propositura de adequações ao compromisso de aporte de capital como garantia a financiamentos de projetos.

Por fim, além das fontes nacionais e estrangeiras citadas, apesar de não existir legislação que verse especificamente sobre o compromisso de aporte de capital, serão analisados a Lei de Sociedades por Ações, o Código Civil, o Código de Processo Civil e eventuais normativas emitidas pelo BNDES, com o fim de verificar possíveis implicações das referidas legislações e normas ao compromisso de aporte de capital assumido no âmbito de um *Project Finance*.

² Ação de Execução n.º 5015447-87.2019.4.03.6100, em trâmite perante a 24.ª Vara Cível Federal da Subseção Judiciária de São Paulo.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO DO *PROJECT FINANCE*

2.1 Definições, características e estrutura do *Project Finance*

O *Project Finance* pode ser analisado sob duas perspectivas, a econômico-financeira e a jurídica. Do ponto de vista econômico-financeiro, o financiamento de projetos pode ser definido como a captação de recursos para viabilizar projeto específico, sem a exposição total ou com exposição de baixo grau do patrimônio e/ou do balanço do empreendedor.³ Por sua vez, pelo viés jurídico, Enei define o *Project Finance* da seguinte forma:

[...] uma rede de contratos coligados que, alocando riscos às diversas partes envolvidas, visa permitir que o empresário-patrocinador, ou sociedade por ele constituída, capte recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores, de forma exclusiva ou preponderante, as receitas e bens do próprio empreendimento financiado.⁴

Além da definição apresentada por Enei, Scott L. Hofmman, em sua obra *Law and Business of Project Finance*, define assim o financiamento de projetos:

[...] a nonrecourse or limited recourse financing structure in which debt, equity, and credit enhancement are combined for the construction and operation, or the refinancing, of a particular facility in a capital-intensive industry, in which lenders base credit appraisals on the projected revenues from the operation of the facility, rather than the general assets or the credit of the sponsor of the facility, and rely on the assets of the facility, including any revenue-producing contracts and other cash flow generated by the facility, as collateral for the debt.⁵

Esse modelo de financiamento já era largamente difundido no exterior desde os anos 1980 e surge em razão da falta de capacidade financeira ou de interesse das patrocinadoras em responder diretamente por endividamentos necessários para execução de projetos de grande

³ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 38.

⁴ Ibidem, p. 38-39.

⁵ Tradução nossa: “[...] estrutura de financiamento sem recurso ou de recurso limitado na qual a dívida, o patrimônio líquido e o sistema de redução de risco de crédito são combinados para a construção e operação, ou o refinanciamento de empreendimento específico em indústria de capital intensivo, na qual os credores baseiam as avaliações de crédito nas receitas projetadas do empreendimento, em vez dos ativos gerais ou da capacidade de crédito do patrocinador do empreendimento, e dependem dos ativos do empreendimento, incluindo quaisquer contratos geradores de receita e outros fluxos de caixa gerados pelo empreendimento, como garantia para o pagamento da dívida” (HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant*. 2. ed. Ardsley, NY: Transnational Publishers and Kluwer Law International, 2001. p. 64).

porte e alto risco, como se observa nos dos setores de energia elétrica, óleo e gás e infraestrutura.⁶

Não diferente no Brasil, o financiamento de projetos ganhou força nos anos 1990, a partir das privatizações das estatais, que demandaram investimentos vultosos das sociedades vencedoras das licitações.

Em virtude dos altos investimentos necessários após a privatização, as empresas vencedoras das licitações buscaram formas de financiamento que permitissem a mitigação de, ao menos, parte do risco do negócio. O *Project Finance* apresentou-se como a solução para a questão, uma vez que os credores repartiriam o risco do negócio com os devedores. Essa divisão de riscos tornou-se importante para as empresas privadas, pois, com a contratação de financiamentos por meio da estrutura de *Project Finance*, seus balanços patrimoniais não seriam onerados por esse endividamento, e cada participante teria a oportunidade de escolher a parcela de risco do empreendimento que lhe fosse mais afeita.⁷

De maneira geral, o financiamento de projetos tem como finalidade a concessão de recursos para execução e desenvolvimento de projeto específico, visando a oferecer aos patrocinadores compartilhamento do risco com o financiador, uma vez que a fonte de retorno do projeto deste, a princípio, dar-se-á por meio do fluxo de caixa gerado pelo próprio projeto financiado.

Diferentemente do financiamento tradicional, denominado *Corporate Finance*, o financiamento de projetos coloca em destaque a análise de risco do projeto, a capacidade de geração de caixa e outras variáveis decorrentes diretamente do projeto, mantendo a análise da capacidade financeira dos patrocinadores e eventuais sócios⁸ em segundo plano.

De acordo com Enei, os principais traços distintivos dos financiamentos de projetos com relação ao financiamento comum são: (i) separação patrimonial do empreendimento financiado; (ii) alavancagem financeira; (iii) responsabilidade perante o financiador externo limitada aos recursos e ativos associados ao empreendimento; e (iv) alocação de riscos definida pela rede contratual.⁹

⁶ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 17.

⁷ BONOMI, Cláudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. 4. ed. São Paulo: All Print, 2018. p. 89.

⁸ A utilização da palavra sócio neste trabalho é feita de forma genérica para identificar os acionistas de uma Sociedade Anônima ou sócio de uma Sociedade de Responsabilidade Limitada.

⁹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 151.

Cumprе destacar, ainda, que os traços distintivos do *Project Finance* exercem grande influência sobre a estrutura societária adotada pelas patrocinadoras para a execução e implementação do projeto. Isso porque é comum que as patrocinadoras, visando a segregar o empreendimento financiado e evitar eventual contaminação por passivos alheios ao projeto, constituam uma SPE, pela qual o financiamento é recebido.

A constituição da SPE como veículo receptor do financiamento e executor do projeto dá-se, especialmente, em razão da segregação patrimonial e de riscos que esse modelo jurídico pode oferecer às sócias:

a) Autonomia patrimonial e segregação de projetos e empreendimentos: A constituição regular de uma SPE tem como consequência imediata a separação do patrimônio dos sócios daquele de titularidade da SPE. [...] e b) Limitação da responsabilidade dos sócios – Segregação de riscos: Uma das implicações da autonomia patrimonial decorrente da constituição de uma SPE é a segregação de riscos.¹⁰

A segregação do empreendimento pode ser benéfica tanto para as patrocinadoras e seus sócios quanto para os financiadores, pois a segregação funcionaria não apenas como limitação de responsabilidade à patrocinadora e seus sócios, mas também como forma de proteger o empreendimento de eventuais crises financeiras ou de imagem relacionadas às patrocinadoras e aos sócios a elas vinculados.¹¹

Apesar da importância da limitação de responsabilidade no âmbito do financiamento de projetos, não é usual que esta seja total, visto que os financiadores exigem que as patrocinadoras aportem na SPE capital próprio, com base no investimento total necessário para a implementação e desenvolvimento do projeto.

Ordinariamente, o percentual mínimo de capital próprio exigido pelas instituições financiadoras gira em torno de 20%¹² a 30% do valor total do investimento necessário.¹³ Tal

¹⁰ BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>. Acesso em: 14 jun. 2021.

¹¹ Enei salienta que a segregação se mostrou importante a partir de eventos como os da Lava Jato, que impactou adversamente a credibilidade de grandes grupos empresariais brasileiros. Contudo, a segregação pode não se mostrar totalmente efetiva nos casos de *cross default* (*Project Finance* e suas novas tendências no Brasil. In: CARVALHO, André Castro; MORAES E CASTRO, Leonardo Freitas de (coord.). *Manual de Project Finance no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 517-518).

¹² Percentual mínimo de 20% estabelecido como parâmetro pelo BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 5 mar. 2020.

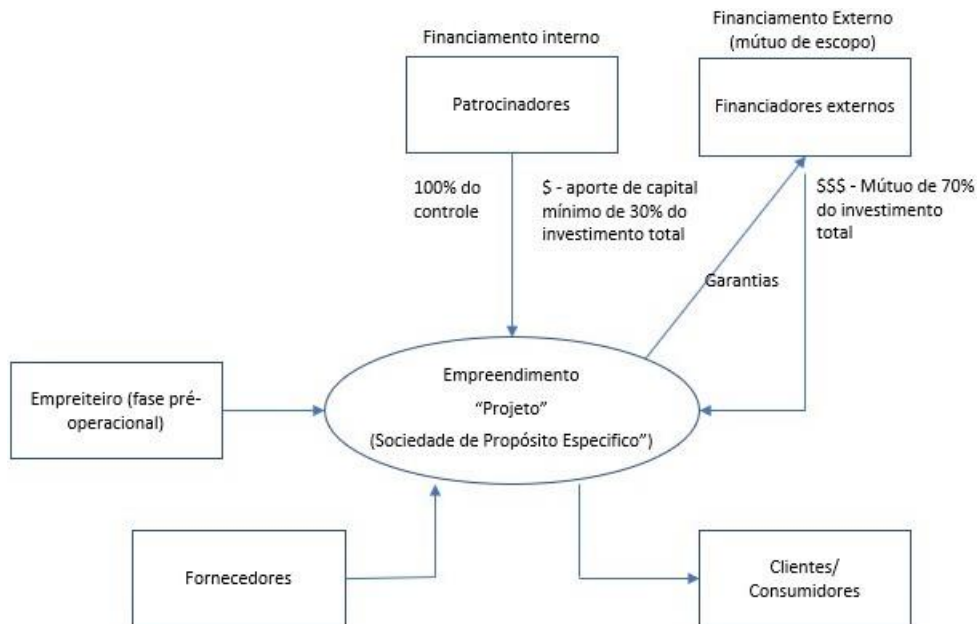
¹³ Os percentuais mínimos de capital próprio exigido pelo financiador considerarão, além das variáveis mencionadas neste capítulo, a situação do projeto, ou seja, se este já é capaz de gerar caixa ou se o projeto terá

diferença de percentual dependerá do *status* em que o projeto se encontra, bem como dos indicadores de risco, geração de caixa, entre outras variáveis.

Além da variação de percentual de acordo com as características do projeto, o momento e a forma do aporte pelas patrocinadoras podem variar. Os aportes podem ser efetuados no início da operação (*up front*) ou de modo proporcional à liberação do financiamento (*pari passu*), seja por meio de integralização de capital social na SPE, seja por concessão de mútuos subordinados ao financiamento.¹⁴

Assim, têm-se como estrutura societária comum nos modelos de financiamento de projetos: a SPE, como executora do projeto e tomadora de crédito decorrente de instituições financeiras públicas ou privadas; e as patrocinadoras, como provedoras de capital próprio à referida SPE, observado o percentual exigido pelo mercado e calculado com base no investimento total necessário para a execução do projeto.

Figura 1 – Ilustração gráfica de modelo de financiamento de projetos usual



Fonte: ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 16.

início desde a fase de construção do empreendimento, fase esta que costuma apresentar o maior grau de risco do projeto.

¹⁴ NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 40.

Além do aporte de capital próprio atrelado ao valor total do projeto, quando se trata de um financiamento de projetos do tipo *limited recourse*¹⁵, os financiadores externos podem exigir uma série de garantias a serem prestadas pela SPE, pelas patrocinadoras e/ou por seus sócios, de acordo com os riscos específicos do projeto a ser financiado.

Assim, diante da estrutura utilizada pelo *Project Finance*, diferentemente dos financiamentos convencionais, que avaliam principalmente a capacidade patrimonial do financiado e dos garantidores, nesse modelo, o financiador examinará detidamente outros indicadores, sendo sua maioria atrelada ao projeto, e não às patrocinadoras. Entre esses indicadores, podem ser elencados a capacidade de geração de caixa do projeto, o grau de alavancagem da SPE, os riscos de construção, implantação e operacionais, bem como as eventuais possibilidades de mitigar tais riscos.

2.2 Limitação de responsabilidade no financiamento de projetos

Diante da análise do contexto e da estrutura dos financiamentos concedidos no modelo *Project Finance*, é possível notar que sua principal característica reside na limitação da responsabilidade das patrocinadoras perante o financiador, conforme destaca Tomás Neiva:

Do ponto de vista dos patrocinadores do projeto, o principal objetivo perseguido com o *project finance* é limitar ao máximo (ou inclusive eliminar) a sua responsabilidade perante os agentes financeiros, o que lhes permite desenvolver, a um só tempo, uma série de projetos que não seriam viáveis caso os respectivos financiamentos estivessem lastreados exclusivamente em sua capacidade patrimonial.¹⁶

A limitação de responsabilidade, de acordo com o Professor Wanderley Fernandes, pode ser definida como “convenções por meio das quais as partes, em certos termos, previamente à ocorrência de um dano, excluem o dever de indenizar ou estabelecem limites, fixos ou variáveis, ao valor da indenização”.¹⁷

Assim, entende-se que a limitação de responsabilidade tem como objetivo alocar a cada uma das partes signatárias os potenciais riscos decorrentes do contrato anteriormente à sua materialização, influenciando diretamente o retorno esperado por estas, tendo em vista a relação econômica entre risco e retorno.

¹⁵ As classificações de *project finance* serão abordadas e devidamente definidas no item 2.3 a seguir.

¹⁶ NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento* cit., p. 25.

¹⁷ FERNANDES, Wanderley. *Cláusula de exoneração e limitação de responsabilidade*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 112.

Para tratar sobre a limitação de responsabilidade no contexto de um *Project Finance*, é importante abordar, primeiramente, o perfil econômico dos projetos que habitualmente são objeto desse tipo de financiamento.

Conforme tratado anteriormente, o financiamento de projetos é geralmente aplicado a empreendimentos de grande porte, decorrentes de mercados regulados, que demandam um alto investimento e que, em sua maioria, dependem da realização de processos licitatórios.¹⁸

Vale destacar, ainda, a Lei n.º 14.133/2021, que institui as normas para licitações e estabelece em seu artigo 33, que constituem tipos de licitação a de menor preço, maior desconto, melhor técnica, técnica e preço, maior lance ou oferta, nos casos leilão e maior retorno econômico.¹⁹

Tendo em vista os critérios regulados para a participação nesse tipo de empreendimento, a lógica econômica de risco e retorno não necessariamente é observada, uma vez que estes dependem de alto investimento, possuem um grau elevado de riscos, mas sua taxa de retorno não obrigatoriamente acompanha sua taxa de risco, o que pode tornar o projeto desvantajoso aos olhos de potenciais investidores.

Dessa maneira, surge a lógica do *Project Finance*, como forma de tornar mais vantajosos os investimentos em empreendimentos desse tipo, conforme apontado por Enei:

É justamente nessa equação de risco-retorno que atua o financiamento de projetos. De um lado, a alavancagem financeira própria do financiamento de projetos permite que o patrocinador investidor alcance uma rentabilidade bastante superior por unidade monetária investida. De outro lado, o financiamento de projetos permite não só limitar a responsabilidade do patrocinador investidor, que no financiamento de projetos puro (sem recurso) não mais responde pelas perdas do projeto além das receitas por este geradas e ativo a esses alocados, mas também para beneficiá-lo com uma transferência de parte substancial dos riscos empresariais a outros patrocinadores que tenham maior capacidade de absorvê-los.²⁰

Em termos objetivos, a limitação de responsabilidade das patrocinadoras no *Project Finance* é essencial à lógica econômica desse modelo de financiamento, sendo caracterizada pela fixação do retorno do financiador atrelado ao fluxo de caixa gerado pelo próprio projeto, limitando ou excluindo totalmente os riscos e responsabilidades imputados às patrocinadoras.

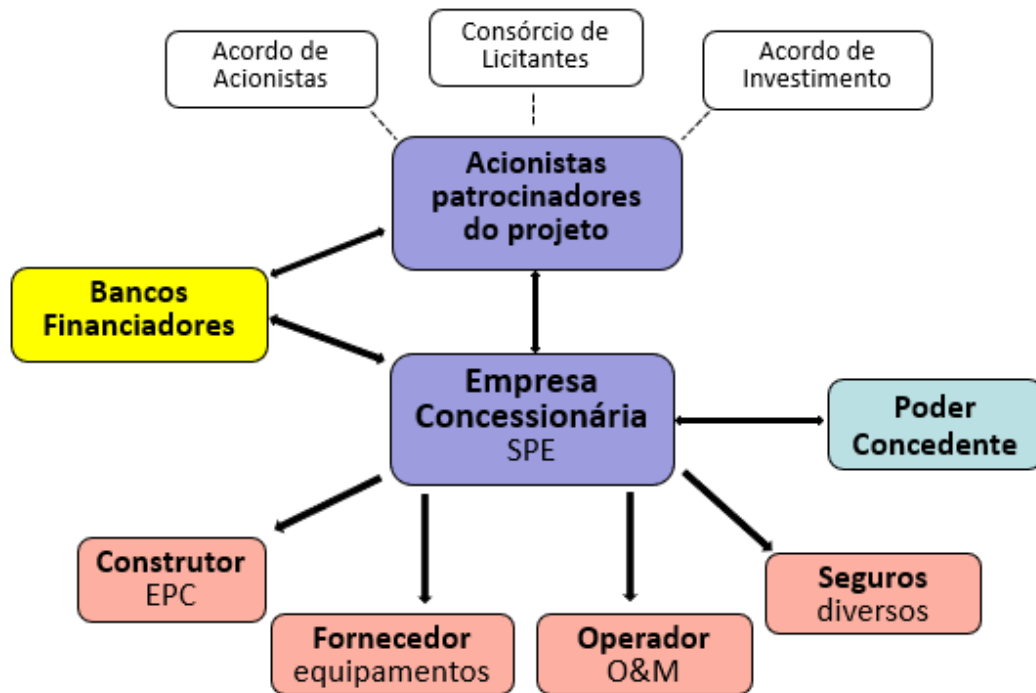
¹⁸ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 163.

¹⁹ Lei n.º 14.133/2021. Importante destacar que a disposição legal mencionada, corresponde ao Artigo 45, da antiga lei de licitações Lei n.º 8.666/1993.

²⁰ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 164.

Uma das principais mecânicas utilizadas no financiamento de projetos para limitação de responsabilidades da patrocinadora é a alocação dos riscos resultantes do empreendimento a terceiros. Tal alocação é realizada por meio da transferência de riscos aos terceiros que fazem parte das relações contratuais decorrentes do projeto.

Figura 2 – Principais relações contratuais decorrentes do financiamento de projetos



Fonte: Adaptação do *slide* elaborado pelo Professor Mário Engler para a disciplina de Financiamento de Projetos, oferecida pela Fundação Getúlio Vargas.

Conforme se denota da estrutura apresentada *supra*, são diversas as relações contratuais existentes no âmbito de um financiamento de projetos, formando, assim, uma rede contratual²¹ cuja principal característica é a alocação a terceiros de riscos decorrentes do empreendimento, tais como riscos de construção, riscos de mercado (relacionados à oferta, demanda e preço), risco-país (considera a situação político-econômica do local do projeto), risco de operação, riscos relativos ao suprimento de matéria-prima.

²¹ De acordo com Rodrigo Xavier: “Entende-se por redes contratuais a coordenação sistemática de contratos, diferenciados estruturalmente, porém interligados por um articulado e estável nexos econômico, funcional e sistemático” (LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Redes contratuais no mercado habitacional para consumo*. 2001. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001, p. 273).

A referida transferência de riscos a terceiros é inclusive tratada pelo BNDES como um dos critérios para a dispensa de garantias fidejussórias das patrocinadoras na fase de implantação do projeto:

Garantias pré-operacionais: Na fase de implantação do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada, desde que observado o seguinte:

Compromisso dos acionistas controladores da beneficiária de complementar o capital da empresa em montante suficiente para finalizar a implantação do projeto.

Celebração de contratos que obriguem os empreiteiros e/ou fornecedores de equipamentos a concluir o projeto dentro do orçamento predeterminado, em data previamente especificada e conforme as especificações técnicas destinadas a assegurar a operacionalização e o desempenho eficiente do projeto.

Contratação de um seguro garantia, em benefício dos financiadores, contra riscos referentes à fase pré-operacional do projeto.

Caso haja dúvida sobre a capacidade dos acionistas de efetuar sua contribuição financeira para o projeto, deverá ser exigido o aporte antecipado do capital próprio como condição prévia para a liberação do financiamento (grifo nosso).²²

Ao identificar os riscos decorrentes do empreendimento, sejam eles de construção, operação, flutuação do câmbio ou do preço da matéria-prima, entre outros, a SPE deverá levá-los em conta na celebração dos contratos com terceiros, que farão parte da teia de fornecedores e prestadores de serviços para a implementação e operação do empreendimento, conforme salienta Enei:

A principal técnica de mitigação de tais riscos consiste na celebração de contratos firmes de longo prazo e preços pré-determinados, assim como nos contratos de EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) e bases de *Turneykey* (chave na mão), ou ainda contratos de seguro, que transfiram às respectivas partes os riscos correspondentes.²³

Após a alocação dos principais riscos do projeto financiado aos terceiros responsáveis pela construção, fornecimento e operação do empreendimento, eventuais garantias exigidas das patrocinadoras devem, tão somente, cobrir eventos específicos que não puderam ser endereçados nessas relações contratuais. Caso contrário, na hipótese de exigência de garantia do simples adimplemento do serviço de dívida, o modelo de *Project Finance* não só é desnaturalizado, como também perde sua lógica econômica:

²² Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 20 jun. 2021.

²³ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance e suas novas tendências no Brasil* cit., p. 519.

De acordo com as melhores práticas do *project finance*, a garantia pessoal dos patrocinadores (quando aplicável) normalmente deriva de riscos não administráveis identificados na fase de auditoria (*due diligence*) do projeto, e não de uma premissa que prevalece independentemente da análise de cada caso concreto.²⁴

Portanto, é possível concluir que a limitação de responsabilidade das patrocinadoras decorre não apenas das garantias outorgadas, mas também da combinação entre estrutura societária para segregação do patrimônio, garantias oferecidas e dos contratos celebrados com terceiros para a execução do projeto. Como aponta Enei, o conjunto de tais técnicas é que contribui para alcançar a estrutura e os efeitos singulares do *Project Finance*.²⁵

2.3 Classificações de *Project Finance*

O *Project Finance* poderá se apresentar de acordo com diversas classificações; o presente trabalho tratará especificamente sobre as classificações determinadas de acordo com os critérios de: (a) nível de garantias oferecidas; e (b) fase de desenvolvimento do projeto, ambos tratados a seguir.

2.3.1 Nível de garantias oferecidas

O *Project Finance non-recourse* utiliza como fonte de remuneração e pagamento dos financiadores, exclusivamente, os recursos gerados pelo projeto financiado, não sendo exigida qualquer outra garantia das patrocinadoras e/ou de seus sócios.

Nesse caso, será avaliada e utilizada apenas a projeção da capacidade do projeto de gerar caixa para o pagamento da obrigação, não possuindo as patrocinadoras responsabilidade pessoal com relação à eventual impossibilidade de o fluxo de caixa do projeto ser suficiente para honrar o pagamento da dívida.

Os instrumentos utilizados para financiamentos concedidos sob essa classificação são, porém, expressos quanto à limitação de responsabilidade das patrocinadoras no tocante ao pagamento dos valores disponibilizados pelos financiadores. São exemplos de cláusulas previstas nos contratos de financiamento de projetos *non-recourse*:

²⁴ NEIVA, Tomás. *Project Finance* no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento cit., p. 61.

²⁵ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance*: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, *leveraged buy-outs* e outras figuras afins) cit., p. 172.

The [Project Sponsor] shall not be personally liable for payment of the amounts evidenced by the Note executed by the [Project Company]. Nothing contained herein, however, shall (i) preclude the [Lender] or any holder of the Notes from exercising any right or enforcing any remedy under this Agreement, or the Note, whether upon an Event of Default or otherwise, under this Agreement, the Note, or any other Collateral hereunder or furnished as security for any of the indebtedness evidenced by the Note, or (ii) limit the [Project Sponsor's] liability hereunder in respect of any damages suffered by the Lender as a result of any inaccuracy of any representation in this Agreement or as a result of any fraudulent conduct on the part of the [Project Sponsor].

Any claim against the Sponsor [actual project owner] that may arise under this Agreement shall be made only against, and shall be limited to the assets of, the [Project Company], and no judgment, order or execution entered in any suit, action or proceeding thereon shall be obtained or enforced against any partner of the [Project Company] or the assets of such partner or any incorporator, shareholder, officer or director of the [Project Company] or such partner or against any direct or indirect parent corporation or affiliate or any incorporator, shareholder, officer or director of any thereof for any purpose of obtaining satisfaction of any payment of any amount arising or owing under this Agreement (grifo nosso).²⁶

Importante esclarecer, porém, que a inexistência de responsabilidade pessoal das patrocinadoras no tipo *Project Finance non-recourse* não prejudica o aporte de recursos próprios pelas patrocinadoras de acordo com o índice de alavancagem determinado pelo financiador.²⁷

Por seu turno, no *Project Finance limited recourse* os financiadores seguem sendo remunerados pela receita originada do projeto financiado, mas contam, também, com diversas garantias das patrocinadoras e seus sócios para cobertura de riscos específicos advindos do projeto.

Sobre as garantias, Hoffman exemplifica:

²⁶ Tradução nossa: “O [Patrocinador do Projeto] não será pessoalmente responsável pelo pagamento dos valores previstos na Nota concedida pela [Empresa do Projeto]. Nada aqui contido, entretanto, deverá (i) impedir o [Credor] ou qualquer detentor das Notas de exercer qualquer direito ou fazer valer qualquer remédio previsto neste Contrato, ou na Nota, seja em caso de inadimplemento ou de outra forma determinado neste Contrato ou na Nota, (ii) limitar a responsabilidade [do Patrocinador do Projeto] a respeito de quaisquer danos sofridos pelo Credor como resultado de qualquer imprecisão das declarações e garantias previstas neste Contrato ou como resultado de qualquer conduta fraudulenta por parte do [Patrocinador do Projeto].

Qualquer reclamação contra o Patrocinador [proprietário real do projeto] que possa surgir em razão deste Contrato será limitada aos ativos da [Empresa do Projeto], e nenhuma decisão, ordem ou execução iniciada em qualquer processo, poderá ser obtida ou executada contra qualquer sócio da [Empresa do Projeto] ou contra os ativos de tal sócio ou qualquer incorporador, acionista, administrador ou diretor da [Empresa do Projeto] ou de tal sócio ou contra qualquer controladora, subsidiária, afiliada, direta ou indireta, ou qualquer incorporador, acionista, administrador ou diretor de qualquer uma dessas sociedades, com a finalidade de obter a satisfação de qualquer pagamento de qualquer quantia proveniente ou devida em razão deste Contrato” (HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant cit.*, p. 74).

²⁷ NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento cit.*, p. 39.

[...] if the lenders perceive that a substantial risk exists during the construction phase of a project, they could require that the project sponsor agree to infuse additional equity if the risk actually materializes. The lender would have recourse to the project sponsor's assets until the risk subsides or construction is complete. Thereafter, the loan would be nonrecourse.²⁸

Vale salientar que, conforme ressaltado por Hoffman, tais garantias devem ser limitadas a riscos específicos identificados pelo financiador para a execução do empreendimento, ou seja, estas não estarão atreladas ao simples pagamento da dívida, mas sim à redução do risco específico identificado no momento da avaliação.

Por fim, quanto ao *Project Finance full recourse* ou *complete recourse*: as patrocinadoras e seus sócios oferecem garantias equivalentes à totalidade do financiamento concedido, garantindo seu adimplemento.²⁹

O modelo em questão, apesar de ter o financiamento atrelado a um projeto específico, requer garantias das patrocinadoras com relação ao adimplemento do valor financiado, sem que sejam estabelecidas limitações aos riscos ou fases específicas do projeto.

A figura do *Project Finance full recourse* assemelha-se, em muito, à concessão de um financiamento tradicional concedido por instituições financeiras e, para muitos autores, nem sequer é considerada como uma classificação de *Project Finance*. Isso porque o *full recourse* conta com garantias dos patrocinadores atreladas ao adimplemento do financiamento, ignorando os principais traços distintivos do *Project Finance*, a limitação da responsabilidade das patrocinadoras e o adimplemento do serviço de dívida pela geração de caixa do projeto financiado.

De acordo com Bonomi e Malvessi, no Brasil, os financiamentos de projetos, em sua maioria, contam com a estrutura *limited recourse*, sendo muito incomum a utilização da modalidade *non recourse* diante dos riscos incorridos pelos financiadores.³⁰

²⁸ Tradução nossa: “Se os financiadores perceberem que existe um risco substancial durante a fase de construção de um projeto, eles podem exigir que o patrocinador do projeto concorde em aportar capital adicional se o risco de fato se materializar. O financiador teria que recorrer aos ativos do patrocinador do projeto até que o risco seja mitigado ou a construção esteja completa. A partir daí, o empréstimo seria sem recurso” (HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant cit.*, p. 68).

²⁹ BONOMI, Cláudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos cit.*, p. 90.

³⁰ *Ibidem*, p. 90.

Importante assinalar que, apesar de as classificações apresentadas parecerem facilmente identificáveis diante da capacidade de limitação de responsabilidade de cada uma, na prática, suas características são mais difíceis de identificar.

2.3.2 Fase de desenvolvimento do projeto

Outra classificação possível para os financiamentos de projetos adota como critério a fase de desenvolvimento destes. Os projetos *Greenfield* são aqueles que iniciam desde a construção do empreendimento até sua efetiva operação, ou seja, trata-se do financiamento de novos empreendimentos. Em projetos dessa natureza, diante de sua incipiência, os riscos costumam ser mais altos.

Os projetos *Brownfield*, conforme definidos por Tomás Neiva, são projetos que já estão construídos, total ou parcialmente, mas demandam ampliação, melhoria e/ou manutenção da estrutura existente. Eles possuem um menor risco quando comparados aos *Greenfield* e, muitas vezes, já possuem geração de receita para garantir o pagamento do financiamento concedido.³¹

Enei aponta, ainda, como modalidades pertencentes ao critério de desenvolvimento do projeto: (i) o refinanciamento de projeto, que viabiliza a substituição de dívida existente por outra com condições mais favoráveis de pagamento ou a redução da participação da patrocinadora no capital social inicialmente investido; e (ii) a aquisição alavancada (*leveraged buyout*), na qual utiliza-se o financiamento para aquisição de sociedade ou empreendimento, tendo como garantia ao pagamento do financiamento as receitas geradas pela sociedade ou empreendimento adquirido.³²

Para fins informativos, apresentam-se no Quadro 1 as classificações do financiamento de projetos.

³¹ NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento* cit., p. 89. Nota de rodapé 139.

³² ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 41-42.

Quadro 1 – Quadro sinótico das classificações do financiamento de projetos

CRITÉRIO DE CLASSIFICAÇÃO	MODALIDADES
Nível de Garantia e Obrigações Assumidos pelo Patrocinador	a) Sem recurso (<i>non-recourse</i>) x Com Recurso Limitado (<i>limited recourse</i>) b) Sem oneração do balanço (<i>off-balance</i>) x Com oneração do balanço (<i>on-balance</i>)
Estágio de Desenvolvimento do Projeto	Empreendimento novo (<i>greenfield</i>) x Expansão x Refinanciamento x Aquisição alavancada (<i>leverage buyout</i>)
Modelo Básico de Exploração (Construção, Titularidade, Fonte de Receitas e Transferências)	a) BOOT (<i>build, own, operate and transfer</i>): empreendedor constrói, detém a propriedade, opera e transfere as instalações b) BOO (<i>build, own and operate</i>): empreendedor constrói, detém a propriedade e opera as instalações sem a obrigação de transferi-las;c) BOLT (<i>build/buy, own, lease and transfer</i>): empreendedor constrói ou compra, detém a propriedade, arrenda ou loca as instalações e ao final as transfere para o arrendatário d) OMT (<i>operate, maintain and transfer</i>): empreendedor recebe as instalações para operá-las, mantê-las e ao final devolvê-las ao seu proprietário e) BC (<i>build and contribute</i>): empreendedor constrói e entrega as instalações para um consórcio para aumentar o capital de uma sociedade ou para <i>joint venture</i> f) Arrendamento alavancado (<i>leverage leasing</i>) (...).
Risco de Suprimento e Demanda atribuído ao Projeto	a) Projetos tradicionais b) Projeto de industrialização por encomenda (<i>tooling agreements</i>); c) Projetos para o mercado (<i>merchant agreements</i>)
Empreendimento Personificado (SPE) ou Despersonificado (sem SPE)	a) Constituição de Sociedade de Propósito Específico – SPE
Natureza Jurídica do Financiamento	a) FP tradicional: Mútuo de escopo (financiamento externo) + Capital (financiamento interno) b) FP com empréstimo intragrupo subordinado: Mútuo de Escopo (f.e.) + Combinação de empréstimo intragrupo subordinado e Capital (f.i.) c) FP com colocação de valores mobiliários: Valores mobiliários – Debêntures/Notas (f.e.) + Capital/Empréstimo intragrupo (f.i.) d) FP <i>leasing</i> : Arrendamento de equipamentos ou Planta industrial (f.e.) + Capital/Empréstimo intragrupo (f.i.) e) FP alienação fiduciária: Alienação fiduciária (f.e.) + Capital/Empréstimo intragrupo (f.i.) f) FP securitização: Compra (ou Pré-pagamento) de direitos creditórios (f.e.) + Capital/Empréstimo intragrupo (f.i.) g) FP Consorcial: Contribuição ao consórcio (f.e.) + Contribuição (f.i.)

Fonte: ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance*: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público-privadas, *leveraged buy-outs* e outras figuras afins) cit., p. 59.

2.4 Garantias prestadas pelas patrocinadoras no modelo *limited recourse*

Não obstante ser considerada essencial à lógica econômica do *Project Finance*, a limitação de responsabilidade não ocorrerá, necessariamente, de forma total. O oferecimento de garantias pelas patrocinadoras, por si só, não é capaz de descaracterizar o *Project Finance*, inclusive, conforme tratado no item 2.3 deste trabalho, o modelo de *limited recourse* presume

esse tipo de garantia, desde que esta seja limitada a riscos específicos que não puderam ser mitigados de forma satisfatória pela rede contratual.

No Brasil, o financiamento de projetos, em sua maioria, segue o modelo *limited recourse*, permitindo aos credores acesso ao *security package* composto por garantias decorrentes de recursos do projeto financiado e das patrocinadoras e seus sócios. Entre as garantias prestadas pelas patrocinadoras e seus sócios, poderá ser requerido o compromisso de aporte de capital, comumente denominado Contrato de Suporte de Acionistas ou, em inglês, *Equity Support Agreement*.

O BNDES, um dos maiores financiadores de projetos do Brasil,³³ classifica as garantias por ele exigidas como: (i) garantias pré-operacionais, que ocorrem na fase anterior ao início da atividade do projeto; (ii) garantias operacionais, que advêm do projeto financiado; e (iii) garantias reais.

As circunstâncias e condições para sua solicitação a seguir descritas estão listadas no próprio *site* do BNDES:

Garantias pré-operacionais

Na fase de implantação do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada, desde que observado o seguinte: Compromisso dos acionistas controladores da beneficiária de complementar o capital da empresa em montante suficiente para finalizar a implantação do projeto.

Celebração de contratos que obriguem os empreiteiros e/ou fornecedores de equipamentos a concluir o projeto dentro do orçamento pré-determinado, em data previamente especificada e conforme as especificações técnicas destinadas a assegurar a operacionalização e o desempenho eficiente do projeto.

Contratação de um seguro garantia, em benefício dos financiadores, contra riscos referentes à fase pré-operacional do projeto.

Caso haja dúvida sobre a capacidade dos acionistas de efetuar sua contribuição financeira para o projeto, deverá ser exigido o aporte antecipado do capital próprio como condição prévia para a liberação do financiamento.

Garantias operacionais

Na fase operacional do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada pela concessão, cumulativa, do seguinte:

Penhor ou alienação fiduciária, em favor dos principais financiadores, das ações representativas do controle da beneficiária.

Penhor, em favor dos principais financiadores, dos direitos emergentes do contrato de concessão, quando houver.

³³ O BNDES, até 2019, seguia sendo a maior fonte de financiamento de longo prazo do Brasil, representando uma participação de 37,9% nos financiamentos, seguido pelo BNB, também controlado pelo governo federal, com 26,3% (ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Financiamento de projetos na modalidade *project finance* alcança R\$ 39 bilhões em 2019. *Boletim de Financiamento de Projetos*, ago. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/financiamento-de-projetos-na-modalidade-project-finance-alcanca-r-39-bilhoes-em-2019.htm. Acesso em: 20 jun. 2021).

Outorga, aos principais financiadores, do direito de assumir o controle da beneficiária, quando admitido pela legislação.

Garantias reais

A exigência do índice de 130% de garantias reais poderá ser dispensada caso a beneficiária comprometa-se a:

Não oferecer, em garantia a terceiros, os ativos e recebíveis do projeto sem autorização dos principais financiadores.

Oferecer em garantia aos principais financiadores, caso estes solicitem, quaisquer ativos e recebíveis supervenientes do projeto.³⁴

Conforme se denota da lista de garantias exigidas pelo BNDES, as garantias fidejussórias prestadas pelas patrocinadoras não parecem ser tratadas como uma exceção, aplicáveis apenas a riscos específicos, mas sim uma regra, diferentemente do que se espera de um financiamento no modelo de *Project Finance*:

Nada impede que alguns projetos requeiram garantia pessoal para a viabilização do financiamento, especialmente durante a fase de construção, em que os riscos são mais elevados. Isso ocorre em muitos países e não representa, necessariamente, uma desnaturalização do *project finance*.³⁵

Um dos argumentos utilizados para exigir tais garantias fidejussórias e, conseqüentemente, descaracterizar o modelo de financiamento de projetos no Brasil, é de que o mercado brasileiro, nesse âmbito, ainda não é desenvolvido suficientemente para que as garantias de implementação dos projetos sejam suportadas por seguradoras privadas, sendo considerado o compromisso de aporte de capital assumido pelas patrocinadoras, solução temporária e incompleta.³⁶

Diante disso, é importante analisar o contexto em que o compromisso de aporte é inserido nos financiamentos de projetos brasileiros. Conforme destacado na lista anterior, ele é introduzido como um substituto das garantias fidejussórias, aparentando ser um benefício concedido às patrocinadoras. Suas características e seu contexto de utilização serão tratados de forma mais detalhada no Capítulo 3 a seguir.

³⁴ Informação disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 14 jan. 2020.

³⁵ NEIVA, Tomás. *Project Finance* no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento cit., p. 61.

³⁶ FRISCHTAK, Cláudio; DAVIES, Katharina. O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento. In: PINHEIRO, Armando Castelar; FRISCHTAK, Cláudio (org.). *Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014. p. 57.

3 COMPROMISSO DE APORTE DE CAPITAL UTILIZADO COMO GARANTIA AOS FINANCIAMENTOS DE PROJETOS

De maneira geral, sem avaliar o contexto específico do *Project Finance*, o compromisso de aporte de capital pode ser classificado como *Credit Enhancement*, ou seja, um mecanismo para redução do risco de crédito do devedor, mediante a concessão de garantia de pagamento por terceiro.³⁷

O compromisso de aporte como garantia à concessão de financiamento no modelo de *Project Finance* é utilizado de duas formas diferentes. A primeira trata do percentual mínimo de capital social que deve ser aportado pelos sócios, com relação ao valor do financiamento, denominado *base equity*, e a segunda cuida de capital adicional, que deve estar disponível para fazer frente a eventuais riscos específicos e sobrecustos no decorrer da execução do projeto, denominado *standby equity*.³⁸

Up until now we have described the equity contribution agreement as the instrument by which the sponsors formally assume their obligations to contribute financial resources to the project, as measured by the debt-to-equity ratio. But we should mention that this contract (or in some instances a parallel contract, with a similar structure) can include sponsors' commitment to confer additional resources to the project company, *as regards certain specific risks previously identified during preliminary project risk assessment*.³⁹

O presente trabalho, quando menciona o compromisso de aporte de capital como garantia ao *Project Finance*, considera, exclusivamente, aquele que diz respeito ao *standby equity*, ou seja, trata apenas do capital adicional utilizado como mitigador de riscos do projeto. Além disso, assinala-se que, no âmbito do financiamento de projetos, o compromisso de aporte

³⁷ “Credit enhancement is a sort of guarantee that the project vehicle needs to have in various stages of financing. Though literally credit enhancement means a third party’s assurance in a project for payment guarantee [...]. It should be noted that credit enhancement can also be done through sponsors’ Equity Support Agreement (ESA), contingent equity, claw back guarantees and the like. None of these sponsor’s credit enhancement mechanisms were found in any of the case study PPP projects” (CHOWDHURY, Abu Naser; CHEN, Po-Han. Special Purpose Vehicle (SPV) of Public Private Partnership Projects in Asia and Mediterranean Middle East: Trends and Techniques. *International Journal of Institutions and Economies*, v. 2, n. 1, p. 83, Apr. 2010).

³⁸ VINTER, Graham. *Project Finance: a legal guide*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2006. p. 243-244.

³⁹ Tradução nossa: “Até o momento, o contrato de contribuição de capital foi descrito como o instrumento pelo qual os patrocinadores assumem formalmente suas obrigações de contribuir com recursos financeiros para o projeto, medidos pelo índice de endividamento. Mas devemos mencionar que este contrato (ou em alguns casos um contrato paralelo, com uma estrutura similar) pode incluir o compromisso dos patrocinadores de conferir recursos adicionais à sociedade do projeto, no que diz respeito a certos riscos específicos previamente identificados durante a avaliação preliminar do risco do projeto” (GATTI, Stefano. *Project Finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Oxford: Academic Press, 2008. p. 275).

de capital costuma ser denominado Contrato de Suporte Acionistas ou Patrocinadores, nomenclatura adaptada dos instrumentos estrangeiros análogos, *Equity Support Agreement*. Assim, para fins de interpretação deste estudo, o compromisso de aporte ora tratado poderá ser denominado, também, como Contrato de Suporte.

3.1 Compromisso de aporte de capital no âmbito do *Project Finance*

O compromisso de aporte de capital como garantia ao *Project Finance*, de maneira geral, tem como propósito oferecer aos financiadores a garantia de que as patrocinadoras estão comprometidas com a conclusão do projeto,⁴⁰ assegurando estas últimas que a SPE terá os recursos necessários para fazer frente à eventual materialização de riscos específicos, identificados durante a auditoria do projeto, e que não puderam ser transferidos para outros atores pertencentes à rede contratual do projeto financiado:

Além do volume de capital previamente estipulado no início do desenvolvimento do projeto (normalmente um percentual do total estimado de recursos necessários à execução do empreendimento), o acionista patrocinador pode ainda comprometer-se a subscrever e *integralizar volume adicional de capital, dentro de certos limites, para fazer frente a determinadas contingências que venham a se materializar, como a superação dos gastos orçados, atrasos nas obras e custos correlatos e outros riscos que o financiador não aceite assumir sem o respaldo do acionista patrocinador.*⁴¹

Mais especificamente, a utilização do compromisso de aporte como garantia ao financiamento surgiu como forma de mitigar eventuais riscos de construção, especialmente com relação a eventual *cost overrun* do projeto, risco esse comum a obras de grande porte.

Conforme se verifica na matriz de risco utilizada como exemplo por Hoffman, o compromisso de aporte de capital adicional deve ser adotado para mitigar riscos de sobrecusto, que não possam ser transferidos a terceiros integrantes da rede contratual do projeto.

⁴⁰ DELMON, Jeffrey. *Private sector investment in infrastructure: project finance, PPP projects and risk*. 2. ed. London: Kluwer Law International, 2008. p. 81.

⁴¹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)* cit., p. 392.

Figura 3 – Reprodução parcial de matriz de risco para construção de usina elétrica

Table 2-1
Sample Construction Period Risk Matrix for Electric Generation Facility

RISK	PARTY ALLOCATED RISK	MITIGATION	EFFECT ON LENDER	EFFECT ON DEVELOPER
cost overrun that is within contractor's control	contractor	construction contract is for a fixed-price	creditworthiness of contractor to finish project	construction price reflects risk assumed by contractor
cost overrun not within contractor's control – insured event	insurance company	insurance proceeds	none if proceeds are sufficient	none if proceeds are sufficient
cost overrun not within contractor's control – uninsured force majeure event	developer	stand-by equity commitment is drawn upon	none	equity returns deferred until completion occurs
cost overrun not within contractor's control – change of law	developer/power purchaser	stand-by finance facility drawn until tariff adjustment is made	stand-by debt facility reduced and unavailable for other contingencies	increased financing costs offset by increased tariff, but timing of adjustment may reduce equity returns
cost overrun not within contractor's control – subsurface site conditions	developer	stand-by finance facility drawn	stand-by debt facility reduced and unavailable for other contingencies	increased financing costs; equity returns reduced

Fonte: HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant cit.*, p. 98.

A matriz de risco prevê, inclusive, que o *standby equity* será empregado apenas para as hipóteses de sobrecusto, não cobertas pelo seguro, decorrentes de eventos de caso fortuito ou força maior, confirmando o objetivo do Contrato de Suporte mencionado anteriormente.

No Brasil, porém, conforme tratado brevemente neste trabalho, o compromisso de aporte surge com o objetivo de substituir as garantias fidejussórias prestadas pelos patrocinadores do projeto e seus sócios, adotadas como regra no *security package* exigido pelo BNDES.

Conforme salienta Tomás Neiva, a exigência de garantia pessoal dos patrocinadores como regra não só contraria o principal pilar do *Project Finance*, qual seja a utilização de receitas futuras do projeto como principal fonte de pagamento da dívida, como restringe o acesso aos financiamentos de grandes projetos a grupos econômicos de elevada capacidade patrimonial e financeira, tendo em vista que, para a prestação das garantias, as patrocinadoras devem demonstrar condições financeiras de arcar com seu adimplemento.⁴²

⁴² NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento cit.*, p. 60.

A despeito da possibilidade de prestação de fiança parcial ou limitada,⁴³ vale destacar, porém, que o Regulamento Geral de Operações (RGO) do BNDES prevê que as fianças prestadas no âmbito de operações financiadas pelo referido banco devem garantir todas as obrigações contratuais, até sua liquidação:

Art. 21. As garantias da colaboração financeira consistem em:

[...]

IV – fiança;

[...]

Parágrafo 2.º - A fiança de que trata o inciso IV deverá ser prestada por terceiro na qualidade de devedor solidário e principal pagador de *todas as obrigações decorrentes do Contrato, até sua final liquidação, com renúncia expressa aos benefícios dos artigos 366, 827 e 838 do Código Civil.* (NR) (Redação dada pela Resolução 3.593/2020-BNDES, de 6.2.2020) (grifo nosso).⁴⁴

Assim, considerando que as garantias fidejussórias exigidas pelo BNDES têm como intuito garantir todas as obrigações decorrentes do contrato até sua liquidação, a substituição pelo Contrato de Suporte aparenta significar uma evolução das práticas de financiamentos de projetos no Brasil.

No entanto, conforme se verificará no decorrer da análise do caso paradigma, tal substituição não necessariamente reflete maior limitação de responsabilidade das patrocinadoras. Isso porque os compromissos de aporte de capital utilizados em operações brasileiras, por vezes, atrelam o adimplemento da dívida à obrigação de aporte, contando a patrocinadora, apenas, com o benefício de desoneração contábil de seu balanço patrimonial com relação às garantias fidejussórias. Importante destacar, porém, que tal benefício, atualmente, perdeu sua força em razão da adoção do IFRS 16.⁴⁵

⁴³ “A fiança pode ser prestada para garantia do cumprimento de obrigação futura ou condicional. A responsabilidade do fiador, nesse caso, firma-se para eventualidade de que a obrigação venha a ser eficaz. Não poderá ser demandado antes que a obrigação principal se torne líquida e certa. Admite-se, pois, que garanta dívida cuja importância não esteja determinada no momento da celebração do contrato de fiança. O valor da fiança pode ser inferior ao da obrigação principal. Permite-se, com efeito, que o fiador se responsabilize apenas por uma parte da dívida ou se obrigue em condições menos onerosas que as do afiançado” (GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Grupo GEN/Forense, 2019. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530986735/>. Acesso em: 6 fev. 2022).

⁴⁴ Regulamento Geral de Operações (RGO) do BNDES – Aprovado pela Resolução n.º 1.467/2007.

⁴⁵ Salienta-se que o benefício da desoneração contábil, apesar de ser considerada como principal vantagem em relação às garantias fidejussórias nos financiamentos de projetos brasileiros, vem perdendo força, tendo em vista que as contingências apontadas no balanço patrimonial da sociedade, não traduzem, necessariamente, sua capacidade econômico-financeira, conforme destaca Hoffman: “The importance of off-balance-sheet debt treatment as an advantage for project financings in the U.S. and the U.K. is diminishing, if not completely eliminated in most situations. The risk of debt repayment to a company’s potential lenders and investors is not diminished simply because it is not reported on a balance sheet. These entities, along with credit rating agencies, are particularly adept at analyzing financial information, whether reported in a footnote or otherwise”

Em virtude de sua natureza de investimento contingente, o ESA em geral não requer sua contabilização como uma garantia ou passivo, como seria o caso de uma fiança, exigindo quando muito, menção em notas explicativas. Daí sua grande vantagem sob a perspectiva acionista patrocinador: não onerar seu balanço em reduzir sua capacidade de levantar novos endividamentos.⁴⁶

Importante assinalar, ainda, que a mecânica utilizada pelo Contrato de Suporte não é a mais adequada para garantir, diretamente, o adimplemento do serviço de dívida, tendo em vista que eventual aporte não é desembolsado diretamente ao financiador, mas aportado na SPE como capital social ou mútuo subordinado ao financiamento.

A desconsideração das características do Contrato de Suporte, conforme utilizado em sua origem, transforma-o em um instrumento com funções semelhantes às garantias fidejussórias, especialmente no que diz respeito ao acesso ao patrimônio das patrocinadoras e consequente descaracterização do modelo de *Project Finance*.

3.2 Natureza jurídica do Contrato de Suporte

O Contrato de Suporte, conforme mencionado anteriormente, trata-se de arranjo contratual importado do direito estrangeiro e, até o momento, não possui previsão legal específica no ordenamento jurídico brasileiro. Assim, faz-se necessário tecer algumas considerações quanto a sua natureza jurídica.

O Contrato de Suporte tem como objeto uma promessa de aporte de capital pelas patrocinadoras na SPE, caso materializados os riscos previstos no instrumento. O aporte prometido poderá ser efetuado por meio de subscrição e integralização de capital social na SPE ou mediante a celebração de contrato de mútuo.

3.2.1 Natureza jurídica de garantia pessoal

A garantia pessoal está compreendida entre as garantias convencionais ou tradicionais, sendo admitidos como tal no direito brasileiro o aval⁴⁷ e a fiança. Fábio Rocha destaca que: “As garantias pessoais especiais são constituídas exclusivamente por terceiros garantidores, para

(HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant cit.*, p. 75).

⁴⁶ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance e suas novas tendências no Brasil cit.*, p. 529.

⁴⁷ Vale ressaltar que o aval é utilizado, exclusivamente, para garantia de títulos de crédito.

reforço da obrigação principal. Trata-se de reforço quantitativo, mediante sujeição de um novo patrimônio [...]”.⁴⁸

De acordo com o Código Civil, o contrato de fiança é o instrumento pelo qual “uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra”.⁴⁹ Assim, entende-se que as garantias pessoais visam reforçar obrigações existentes do devedor.

Entretanto, o Contrato de Suporte, apesar de possuir uma função de garantir eventuais riscos decorrentes do projeto financiado, cria obrigação nova às patrocinadoras e independente das obrigações assumidas pela SPE, ainda que de certa forma vinculadas. Além disso, a obrigação das patrocinadoras no âmbito do Contrato de Suporte não tem o objetivo de satisfazer o credor, visto que o aporte terá como beneficiária direta apenas a SPE.

Nesse sentido, também entende Madrona:

Analisando-se os direitos e obrigações que surgem em virtude do ESA, ressalta-se que o sócio não garante a satisfação da obrigação assumida pela sociedade investida perante o financiador. Com ele nasce uma obrigação nova e diversa da fiança, não obstante ela esteja vinculada ao empréstimo concedido pelo financiador.⁵⁰

Contudo, ainda que o Contrato de Suporte não possua a natureza jurídica de garantia pessoal, este pode ser inserido no conceito de garantias aparentes ou quase garantias, proposto pelos autores portugueses Pedro Martinez e Pedro Ponte.

De acordo com os referidos autores, é comum que na prática bancária sejam prestadas garantias que nada acrescentam às garantias reais,⁵¹ com mera eficácia obrigacional. São as chamadas garantias aparentes ou quase garantias, que produzem efeitos, exclusivamente, entre as partes que as celebram.⁵²

⁴⁸ SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantia das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para sua reforma*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 313.

⁴⁹ Código Civil, artigo 818. “Pelo contrato de fiança, uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra.”

⁵⁰ MADRONA, Ricardo. *Contrato de suporte de acionistas*. 2016. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2016, p. 45.

⁵¹ Expressão garantia real é utilizada pelos autores em seu sentido amplo, conforme nota de rodapé 133: MARTINEZ, Pedro Romano; PONTE, Pedro Fuzeta da. *Garantias de cumprimento*. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2006. p. 57.

⁵² *Ibidem*, p. 57.

As garantias aparentes não são consideradas garantias efetivas, tendo em vista que não oferecem ao credor sujeição relativamente a risco de crédito, mas um direito de crédito distinto daquele assumido pelo devedor original.⁵³

O conceito português de garantia aparente prevê, inclusive, entre suas hipóteses o contrato-promessa, que, do ponto de vista econômico, pode ser considerado um negócio de segurança, sendo o contrato definitivo um mero cumprimento do contrato-promessa.⁵⁴

Logo, pode-se concluir que o Contrato de Suporte, apesar de não ser considerado uma garantia tradicional, pode ser introduzido no conceito de garantia aparente estabelecido no direito português.

3.2.2 *Contratos preliminares*

O contrato preliminar, conforme previsto no Código Civil, trata-se de instrumento pelo qual as partes se comprometem a celebrar, em momento futuro, outro contrato, devendo o contrato preliminar possuir todos os elementos essenciais do contrato definitivo, exceto quanto a sua forma.⁵⁵

Importante esclarecer que o Código Civil, ao exigir a necessidade de existência dos elementos essenciais do contrato definitivo, refere-se aos atributos de validade do negócio jurídico, quais sejam: (i) celebração por agentes capazes; (ii) objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e (iii) forma prescrita ou não defesa em lei.⁵⁶

Nesse sentido, o Professor Wanderley Fernandes e Jonathan Oliveira destacam que não haveria sentido em celebrar um contrato preliminar, quando possível prever todos os requisitos necessários ao contrato definitivo, ficando pendente apenas a implementação de condições, cuja eficácia ficaria condicionada a evento futuro e incerto. Nesse caso,

⁵³ SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantia das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para sua reforma* cit., p. 310.

⁵⁴ MARTINEZ, Pedro Romano; PONTE, Pedro Fuzeta da. *Garantias de cumprimento* cit., p. 61.

⁵⁵ Código Civil, artigo 462. “O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado.”

Artigo 463. “Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive.”

⁵⁶ Código Civil, artigo 104. “A validade do negócio jurídico requer:

I – agente capaz;

II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e

III – forma prescrita ou não defesa em lei.”

bastaria celebrar o contrato definitivo com sujeição às condições especificadas pelas partes.⁵⁷

Conforme realçado por Nelson Rosenvald, os contratos definitivos e preliminares possuem entre si diferença quanto ao seu objeto, “[...] enquanto, no contrato principal, o objeto consiste na obrigação de dar, fazer ou não fazer, no contrato preliminar se traduz na obrigação de concluir o contrato principal, ou seja, uma obrigação de fazer em momento futuro”.⁵⁸

Assim, entende-se que o contrato preliminar possui como principal função garantir às partes a realização de negócio jurídico futuro, o qual não poderia, no momento presente, ser concluído:

[...] o contrato preliminar reveste-se de característica de contrato de segurança, ou seja, busca assegurar a efetiva realização de negócio que, por alguma razão, não pode concluir-se em toda sua completude em dado momento, seja em função de algum aspecto formal, seja em decorrência de uma certa indeterminação de algum de seus elementos naturais ou acidentais.⁵⁹

Segundo Enzo Roppo, o contrato preliminar visa controlar, por tempo determinado, a conformidade do bem ou da prestação ao programa contratual definitivo pretendido pelas partes.⁶⁰

Nesse contexto, não há que falar que o Contrato de Suporte pode ser celebrado como um instrumento de mútuo ou de subscrição de capital com condições suspensivas, tendo em vista que: (i) as partes não são capazes de determinar o valor do referido aporte, diante da ausência de materialização do risco que este visa suportar; e (ii) a formalização do aporte como contrato definitivo implicaria, desde a concessão do financiamento, a oneração do patrimônio das patrocinadoras, para além do *base equity* estabelecido.

⁵⁷ FERNANDES, Wanderley; OLIVEIRA, Jonathan Mendes. *Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 309. (Série GV Law.)

⁵⁸ FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Curso de direito civil: contratos*. 7. ed. Salvador: JusPodivm, 2017. p. 123.

⁵⁹ FERNANDES, Wanderley; OLIVEIRA, Jonathan Mendes. *Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais cit.*, p. 295.

⁶⁰ PELA, Juliana Krueger. O contrato preliminar. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLII, n. 130, p. 231, abr./jun. 2003.

Na hipótese de aporte por mútuo, a oneração pela formalização de instrumento definitivo ocorre em razão da tradição do valor ser requisito da relação contratual, sem a qual tem-se apenas uma promessa de contratar.⁶¹

Nesse mesmo sentido entende Pontes de Miranda:

Hoje, se não se disse que se transmitia a propriedade do dinheiro ou da coisa fungível, mas apenas se prometia prestar, não houve mútuo contrato real, e sim mútuo contrato consensual ou promessa de mútuo (*pactum de mutuo dando*, pré contrato de mútuo).⁶²

No caso de aporte por integralização de capital social, para que este possa ser efetuado de forma válida e eficaz, os sócios e a sociedade devem cumprir todos os requisitos previstos no Código Civil ou Lei das Sociedades Anônimas (LSA), conforme o caso,⁶³ além de estabelecer valor determinado do capital a ser aportado.

A formalização do instrumento definitivo de integralização de capital se dá por meio da assinatura do boletim de subscrição,⁶⁴ irrevogável e não suscetível a qualquer termo ou condição, ficando a patrocinadora obrigada a integralizar o capital social na forma prevista no referido boletim:⁶⁵

É comum, nas tratativas que precedem a formação do negócio de constituição da companhia, uma parte prometer subscrever ações do capital da companhia projetada mediante contratos denominados “Acordos de Subscrição”. Esses acordos, meras promessas de contratar, não se confundem com a subscrição nem são atos integrantes do procedimento de formação do contrato plurilateral da companhia. São meros contratos preliminares, promessas de contratar.⁶⁶

Assim, ainda que fosse possível determinar o montante do *standby equity* a ser aportado pelas patrocinadoras, a celebração de contrato de mútuo ou subscrição de capital seria incompatível com a função do Contrato de Suporte, qual seja a de prover recursos a SPE apenas

⁶¹ GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro: contratos e atos unilaterais*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 3, p. 89.

⁶² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: parte especial*. Atualizado por Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012. t. XLII, p. 59.

⁶³ Para aumentos de capital social das sociedades limitadas, o Código Civil prevê a necessidade de alteração do contrato social, mediante aprovação dos sócios, devendo as quotas, anteriormente subscritas por estes, estar devidamente integralizadas. No caso das sociedades anônimas, além da necessidade de a sociedade possuir, pelo menos, três quartos do capital social integralizado, serão necessárias: (i) a aprovação, em assembleia geral ou em conselho de administração, do aumento do capital e preço de emissão das ações; (ii) a assinatura do boletim de subscrição; e, inexistindo capital autorizado, (iii) a reforma do estatuto social.

⁶⁴ A assinatura da lista ou boletim de subscrição corresponde à celebração de negócio jurídico na qual o subscritor adere ao contrato de sociedade (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1030).

⁶⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias* cit., p. 497.

⁶⁶ *Ibidem*, p. 498.

na hipótese de materializado o risco por este suportado, bem como descaracterizaria o *Project Finance*, tendo em vista que as patrocinadoras se tornariam responsáveis por capital superior ao *base equity* determinado durante a estruturação do financiamento.

Portanto, está claro que o Contrato de Suporte, caso observadas suas características e função, somente pode ter natureza jurídica de contrato preliminar, razão pela qual, visando a propiciar a segurança jurídica dos financiadores, deverá prever, de forma mais detalhada possível, as condições a serem observadas no momento da formalização do aporte de capital, caso este venha a ser exigível. A segurança jurídica do Contrato de Suporte é tratada individualmente, no item 3.4 deste trabalho.

3.3 Compromisso de aporte como garantia ao *Project Finance* e a legislação brasileira

O compromisso de aporte de capital, seja como garantia ao financiamento de projetos ou como promessa de investimento, não se encontra positivado na legislação brasileira, razão pela qual faz-se necessário tecer alguns esclarecimentos quanto a tal compromisso e à legislação societária brasileira.

De acordo com o artigo 1.º da LSA,⁶⁷ a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por ele subscritas ou adquiridas. Isso significa que o acionista, após a integralização do capital referente ao valor do preço de emissão das ações por ele adquiridas, exime-se de obrigações patrimoniais com relação à companhia.

Nesse sentido explica Eizirik:

[...] uma vez pago o preço de emissão das ações, nenhuma responsabilidade patrimonial adicional existe para os subscritores ou adquirentes, exceto na hipótese de voto abusivo (art. 115 da Lei das S/A) e de abuso de poder de controle (art. 117 da Lei das S/A).⁶⁸

No caso do Código Civil, a redação do art. 1.052⁶⁹ dispõe que os sócios também possuem sua responsabilidade limitada ao valor de suas quotas, porém respondem solidariamente pela integralização do capital social da sociedade.

⁶⁷ Lei n.º 6.404/1976, artigo 1.º “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.”

⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*: arts. 1.º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. I, p. 28.

⁶⁹ Lei n.º 10.406/2002 – Código Civil, artigo 1.052. “Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.”

Apesar da diferença ora apontada, ambas as legislações são claras em definir que, após a integralização do capital social, os sócios não têm qualquer obrigação patrimonial adicional de aportar capital na sociedade, seja para o seu desenvolvimento ou para arcar com as obrigações financeiras assumidas exclusivamente pela sociedade:

A organização jurídica da atividade econômica pressupõe a criação de uma entidade distinta da figura do empreendedor individual ou da coletividade de investidores, dotada de autonomia patrimonial e sujeita à observância de regras internas de competência para a tomada de decisões.⁷⁰

No entanto, ainda que tal separação seja fundada em importante pilar do direito societário, os sócios poderão ser obrigados a aportar capital adicional ou ser responsáveis por eventuais obrigações da sociedade, quando prevista em lei a responsabilidade solidária ou subsidiária, nos casos de abuso de personalidade jurídica ou, ainda, na hipótese de previsão em instrumento particular celebrado pelos sócios mediante livre manifestação de vontade entre as partes.

Assim, vale destacar que, apesar de a legislação brasileira não prever qualquer obrigatoriedade de subscrição adicional de capital pelo sócio, este tampouco é vedado a assumir obrigações futuras de aporte mediante manifestação de vontade de forma válida e eficaz, desde que a obrigação seja constituída regularmente entre as partes.

São exemplos comuns de instrumentos que podem prever obrigações futuras de aporte de capital no âmbito do direito societário os acordos de investimento e os acordos de acionistas/quotistas, utilizados quando os sócios ou futuros sócios, entre eles e/ou entre estes e terceiros, pretendem garantir eventuais investimentos futuros.

Há, porém, diferença relevante entre os acordos citados e o compromisso de aporte utilizado como garantia ao *Project Finance*, além do contexto em que são utilizados. Diferentemente dos acordos de investimentos e de acionistas/quotistas, os Contratos de Suporte celebrados no âmbito do financiamento de projetos têm como principal parte interessada no adimplemento da obrigação de aporte o financiador, que não pertence ou não pretende pertencer ao quadro societário da receptora do aporte.

Portanto, diante do fato de o principal interessado no adimplemento do aporte de capital ser um terceiro que não figura ou não pretende figurar como parte da estrutura societária, apesar

⁷⁰ FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Direito societário: sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 256. (Série GV Law.) Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502227316/>. Acesso em: 25 jun. 2021.

de válida e eficaz, restam questionamentos sobre a forma como o adimplemento da obrigação pode ser exigido pelo financiador e quais os elementos necessários que devem estar presentes no instrumento para assegurar o adimplemento da obrigação de aporte, tema este que será tratado a seguir.

3.4 Segurança jurídica dos compromissos de aporte de capital

Apesar de não se tratar da questão central deste trabalho, importante que seja analisada a segurança jurídica dos compromissos de aporte de capital como garantia ao *Project Finance*, bem como quais as cautelas que devem ser observadas pelo financiador para garantir que o referido aporte seja efetivamente realizado.

O Contrato de Suporte, conforme tratado anteriormente, tem como objeto a formalização futura de aporte de capital por meio de mútuo ou aumento de capital na SPE, tendo como principal interessada no cumprimento da obrigação a financiadora, que, apesar de parte no Contrato de Suporte, é terceira alheia à sociedade em que o capital será aportado.

Destarte, observadas as considerações feitas a respeito da natureza jurídica do Contrato de Suporte, faz-se necessário avaliar a forma como o adimplemento da obrigação de formalização do aporte de capital pode ser exigido pelo financiador, bem como a capacidade deste de impor que o aporte formalizado seja efetuado (obrigação dar), tendo em vista que este não figura com parte do quadro societário da SPE.

3.4.1 Suprimento judicial de vontade nos contratos preliminares

De acordo com o artigo 464 do Código Civil,⁷¹ findo o prazo previsto no contrato preliminar para celebração do contrato definitivo, o juiz pode suprir a vontade da parte inadimplente. O artigo deixa claro que o contrato preliminar cria uma obrigação para as partes signatárias de celebração do contrato definitivo, observadas as condições estabelecidas no primeiro instrumento.

Assim, nota-se que o contrato preliminar não se transforma, automaticamente, no contrato definitivo, sendo necessário que as partes o celebrem ou, na hipótese de

⁷¹ Código Civil, artigo 464. “Esgotado o prazo, poderá o juiz, a pedido do interessado, suprir a vontade da parte inadimplente, conferindo caráter definitivo ao contrato preliminar, salvo se a isto se opuser a natureza da obrigação.”

inadimplemento, seja a declaração de vontade suprida pelo Judiciário. Diante disso, serão abordadas a seguir a forma de garantir o adimplemento das obrigações assumidas no Contrato de Suporte, bem como seus efeitos.

3.4.2 *Exequibilidade do compromisso de aporte de capital*

Conforme mencionado anteriormente, diante do inadimplemento do devedor em celebrar o contrato definitivo, obrigação principal do contrato preliminar, poderá a parte prejudicada requerer a tutela específica perante o Judiciário para conferir caráter definitivo ao contrato preliminar, mediante suprimento da vontade do devedor.

O Código de Processo Civil, em seus artigos 497 e 498,⁷² estipula as hipóteses de concessão de tutela específica ou providências que assegurem a referida tutela, quais sejam, as ações que tenham por objeto obrigações de dar, fazer ou não fazer.

Fonseca Passos, desembargador do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, conceitua a tutela específica como a condenação do devedor ao cumprimento de uma obrigação de dar, fazer ou não fazer, correspondendo esta exatamente àquilo que o credor pretende.⁷³

Denota-se, então, que a tutela específica tem o objetivo de proporcionar ao requerente o resultado prático equivalente ao cumprimento da obrigação assumida pelo devedor, seja ela de dar, fazer ou não fazer.

No caso do contrato preliminar, tem-se que a obrigação almejada pelo requerente é a de celebrar contrato definitivo, ou seja, trata-se, a princípio, de emissão de declaração de vontade, que, após sentença procedente, deverá produzir todos os efeitos da declaração não emitida pelo devedor, nos termos do artigo 501 do CPC.⁷⁴

No entanto, é necessário esclarecer que o efeito da sentença não é simplesmente reconhecer a declaração de vontade, e sim garantir o resultado decorrente de tal declaração de

⁷² Código de Processo Civil, artigo 497. “Na ação que tenha por objeto a prestação de fazer ou de não fazer, o juiz, se procedente o pedido, concederá a tutela específica ou determinará providências que assegurem a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.” Artigo 498. “Na ação que tenha por objeto a entrega de coisa, o juiz, ao conceder a tutela específica, fixará o prazo para o cumprimento da obrigação.”

⁷³ PASSOS, Carlos Eduardo da Rosa Fonseca. Métodos de cumprimento da tutela específica. *Revista EMERJ*, v. 11, n. 42, 2008. Disponível em: emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista42/Revista42_72.pdf. Acesso em: 26 fev. 2022.

⁷⁴ Código de Processo Civil, artigo 501. “Na ação que tenha por objeto a emissão de declaração de vontade, a sentença que julgar procedente o pedido, uma vez transitada em julgado, produzirá todos os efeitos da declaração não emitida.”

vontade. De acordo com Yarshell, “O efeito da sentença em estudo é precisamente o de proporcionar ao credor idêntica situação jurídica que ostentaria caso a declaração fosse emitida pelo devedor”.⁷⁵

No caso do Contrato de Suporte, por ser considerado um contrato preliminar, está claro que a forma de garantir o aporte dos recursos seria por meio de tutela específica, devendo a sentença proferida proporcionar às partes situação idêntica àquela que observariam caso o aporte de capital, seja por meio de integralização de capital social ou mútuo, tivesse sido devidamente formalizado entre as partes.

Faz-se necessário, porém, diferenciar alguns aspectos quanto ao aporte mediante a integralização de capital e aquele realizado por meio de mútuo, tendo em vista a natureza do desembolso do montante a ser aportado em cada uma dessas situações.

No caso do mútuo, a entrega do recurso é elemento necessário à sua existência, e não à validade ou eficácia do contrato.⁷⁶ Assim, para garantir o resultado idêntico ao que seria proporcionado às partes, caso a declaração fosse emitida, qual seja a celebração do contrato de mútuo, é preciso que o devedor seja obrigado a efetuar a tradição do valor mutuado à mutuária.

Por sua vez, na hipótese do aporte de capital por meio do aumento e integralização de capital, tem-se situação mais complexa que a verificada no caso de mútuo. Isso porque, além de a formalização do aporte requerer que sejam praticados diversos atos previstos na LSA,⁷⁷ diferentemente do mútuo, a integralização do valor subscrito pelo sócio trata de contraprestação decorrente de obrigação assumida pelo sócio após a subscrição do capital.

De acordo com Lamy e Bulhões, “Preço de emissão da ação é o valor, em dinheiro ou bens, que o subscritor se obriga a pagar para adquirir a ação. É o preço no sentido de contraprestação no negócio pelo qual a companhia coloca em circulação a ação por ela criada”.⁷⁸

⁷⁵ *Apud* FERNANDES, Wanderley; OLIVEIRA, Jonathan Mendes. *Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais* cit., p. 318-319.

⁷⁶ “No direito brasileiro, o mútuo é, de regra, contrato real: exige para ser o elemento da entrega da coisa. A entrega da coisa, aí, não é elemento necessário à validade do contrato, nem à sua eficácia; é elemento necessário à sua existência”. Anteriormente à entrega da coisa, tal negócio jurídico, conforme destacado anteriormente neste trabalho, trata de um mútuo contrato consensual ou promessa de mútuo. (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: parte especial*. Atualizado por Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012. t. XLII, p. 58).

⁷⁷ São os atos na hipótese de Sociedades Anônimas: (i) aprovação de aumento de capital em AGE; (ii) formalização de boletim de subscrição; e, caso necessário, (iii) alteração do estatuto social da Companhia.

⁷⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias* cit., p. 171.

Diante da natureza da integralização do capital, esta somente poderá ser exigida após o surgimento da obrigação decorrente do contrato definitivo, qual seja a subscrição do capital por meio da assinatura do boletim de subscrição.

Nesse caso, a sentença da tutela específica tão somente produzirá os efeitos necessários para a celebração do contrato definitivo (subscrição das ações), sendo certo que apenas a partir do suprimento de declaração de vontade para subscrição das ações é que nasce o direito de receber a contraprestação pela entrega das ações. Desse modo, entende-se que, considerando a sentença que assegura a tutela específica, nasce o crédito, e sua contraprestação, ou seja, seu pagamento, somente pode ser exigida posteriormente a seu nascimento.

Nesse mesmo sentido, entende a Ministra Nancy Andrighi, da Terceira Turma do STJ:

Não é possível, portanto, pleitear, concomitantemente, numa mesma ação de execução, o implemento da condição ao nascimento do direito ao crédito (registro da transferência das ações), e a cobrança desse mesmo crédito (preço por tal transferência). A única via possível, nesta hipótese, seria a propositura de uma ação cujo objeto seria uma sentença que substituísse a vontade do devedor de adquirir os títulos controvertidos e que, concomitantemente, condenasse-o a pagar o respectivo preço. Essa sentença seria levada a registro nos livros da Companhia e, a partir disso, poderia dar fundamento à posterior propositura de uma ação de execução de quantia certa contra devedor solvente.⁷⁹

Portanto, a tutela específica garante o suprimento de vontade quanto à subscrição das ações, sendo necessária posteriormente a propositura de ação de execução de quantia certa em face da subscritora das ações, conforme previsto, inclusive, na LSA.⁸⁰

Importante, porém, para evitar dúvidas acerca da legitimidade do financiador para exigir o cumprimento da obrigação de integralização por parte da sócia subscritora, seja incluída no boletim de subscrição a previsão de que o referido aporte de capital trata de uma estipulação em favor de terceiro.

⁷⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 856826/DF. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. DJ 19.02.2008, DP 05.11.2008. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200601170246&dt_publicacao=05/11/2008. Acesso em: 9 jul. 2021.

⁸⁰ “Artigo 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha: I – promover contra o acionista, e os que com ele forem solidariamente responsáveis (artigo 108), processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição e o aviso de chamada como título extrajudicial nos termos do Código de Processo Civil.”

Nesse sentido também entende Enei: “[...] nos parece que a relação jurídica principal estabelecida pelo ESA se enquadre perfeitamente na figura da “estipulação em favor de terceiros”, tal como disciplinada pelo art. 436 e seguintes do Código Civil Brasileiro”.⁸¹

Porém, data vênua ao entendimento de Enei⁸², após o nascimento da obrigação de integralização por meio da celebração do boletim de subscrição pela patrocinadora, a obrigação de integralização terá como beneficiário, terceiro alheio a relação societária, o financiador, tendo em vista que os recursos serão utilizados para o cumprimento de obrigações assumidas no âmbito do financiamento do projeto, e como estipulante, a SPE, considerando que esta será a emissora do referido boletim de subscrição de ações.

De acordo com o Código Civil, em seu artigo 436⁸³ fica permitido, tanto ao estipulante do negócio jurídico, a SPE, quanto ao beneficiário, o financiador, exigir o cumprimento da obrigação.

Está claro que, na hipótese de as patrocinadoras falharem na formalização do aporte prevista no Contrato de Suporte, seja por meio de subscrição de capital social ou mútuo à SPE, o financiador ficará autorizado a requerer judicialmente o cumprimento da obrigação, sendo esta convertida em perdas e danos exclusivamente nas hipóteses em que requerido expressamente pelo autor ou se impossível a tutela específica ou obtenção de tutela por resultado prático equivalente.⁸⁴

Vale destacar, ainda, que o Contrato de Suporte possui vínculo direto com o Contrato de Financiamento, razão pela qual os financiadores podem se utilizar de outros mecanismos para incentivar o adimplemento das obrigações do Contrato de Suporte, como o vencimento antecipado da dívida e consequente execução das demais garantias prestadas no âmbito do *Project Finance* e inclusão de cláusulas de *Step-In Rights*. Apesar de tais mecanismos não atingirem o principal objetivo do financiamento, qual seja de finalizar a obra para geração de caixa pelo projeto, são elementos importantes para incentivar e garantir o adimplemento das obrigações da SPE e das patrocinadoras.

⁸¹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance* e suas novas tendências no Brasil cit., p. 530.

⁸² ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance* e suas novas tendências no Brasil cit., p. 530. De acordo com o entendimento de Enei, o estipulante seria o financiador e o beneficiário a SPE, tendo em vista que esta receberia os recursos aportados pelo sócio.

⁸³ Código Civil, artigo 436. “O que estipula em favor de terceiro pode exigir o cumprimento da obrigação.”

⁸⁴ Código de Processo Civil, artigo 499. “A obrigação somente será convertida em perdas e danos se o autor o requerer ou se impossível a tutela específica ou a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.”

Assim, embora o compromisso de aporte de capital estabeleça limite de responsabilidade, o uso com os demais *covenants* reduz a volatilidade de fluxo de caixa.⁸⁵ Entende-se, portanto, que a segurança jurídica do Contrato de Suporte deve ser avaliada dentro do contexto da rede contratual do projeto, considerando as demais garantias outorgadas, e não a partir da simples possibilidade de execução judicial

3.4.3 *Elementos essenciais e não essenciais dos compromissos de aporte de capital*

Apesar de a obrigação de formalização do aporte, caso inadimplida, poder ser exigida por meio tutela específica, o ordenamento jurídico deixa claro que não caberá ao Judiciário estabelecer o conteúdo do contrato definitivo, ainda que para suprir eventual lacuna do contrato preliminar:

O poder judiciário apenas poderá suprir os efeitos da declaração de vontade da parte se o negócio definitivo tiver seus elementos essenciais claramente acordados no contrato preliminar, ou se essas condições puderem ser aferidas com base nas normas dispositivas em vigor ou em outros elementos objetivos relacionados ao comportamento das partes e ao mercado em que o negócio se insere.⁸⁶

Desse modo, para que o Contrato de Suporte possa produzir os efeitos necessários, é importante que nele estejam previstos, no mínimo, os *seguintes elementos* ou *parâmetros para a definição destes*: (i) ter como signatários do contrato preliminar a SPE, a totalidade de sócios, as patrocinadoras (caso estas não sejam sócias diretas da SPE) e o financiador; (ii) a forma da realização do aporte; (iii) o valor a ser aportado ou a forma de cálculo deste; (iv) hipóteses deflagradoras do suporte; e (v) o prazo para efetuar o aporte. Ademais, no caso de aporte por meio de integralização de capital social, deverão ser previstos, também, os parâmetros para definição do tipo e preço de emissão das ações ou quotas, conforme aplicável.

Entretanto, além dos elementos essenciais, para evitar divergência com relação a eventuais critérios estabelecidos, recomenda-se que sejam incluídos como anexos, de acordo com o caso: (i) modelo de Assembleia Geral Extraordinária para aumento de capital; (ii) modelo do boletim de subscrição das ações e/ou modelo de contrato de mútuo; (iii) referência expressa ao artigo 436 do Código Civil, tanto no Contrato de Suporte quanto nos modelos dos contratos

⁸⁵ COSTA, Rickie Viana. *Project Finance* no Brasil: um estudo de caso dos processos e mecanismos que tornaram viável o financiamento de dois portos privados em um banco brasileiro. 2016. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2016, p. 72.

⁸⁶ FERNANDES, Wanderley; OLIVEIRA, Jonathan Mendes. *Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais cit.*, p. 322.

definitivos (mútuo ou boletim de subscrição); e (iv) eventual método utilizado para dirimir conflitos específicos acerca da determinação do valor do aporte, ainda que prevista a forma de cálculo utilizada para tanto.

Tais elementos, apesar de não serem essenciais à formação do contrato preliminar, contribuem para reduzir quaisquer hipóteses de conflitos entre as partes, recomendando-se, assim, que permaneça em aberto tão somente valor a ser aportado pela patrocinadora, tendo em vista que este somente será efetivamente determinado no momento da materialização do risco coberto pelo Contrato de Suporte.

Além disso, conforme brevemente explicitado no item anterior, poderão ser incluídas no Contrato de Suporte, nas hipóteses de inadimplemento de obrigações, cláusulas de vencimento antecipado da dívida e *step-in right* dos financiadores, visando a oferecer a estes outras formas de compelir os patrocinadores a cumprir com as obrigações previstas no instrumento, sem descaracterizar o modelo de financiamento proposto pelo *Project Finance*.

4 CASO PROBLEMA – ARENA CORINTHIANS

Neste capítulo serão descritos a estrutura societária, a estrutura do financiamento, bem como os principais contratos do caso problema e as obrigações relacionadas ao compromisso de aporte de capital relevantes ao desenvolvimento do presente trabalho.

O projeto ora analisado surgiu no contexto de ações realizadas pelo Governo Federal para preparar o Brasil para sediar a Copa do Mundo de 2014. Entre tais ações, o Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio da Resolução n.º 3.801/2009, de 28 de outubro de 2009, acrescentou o art. 9.º-Q à Resolução n.º 2.827, de 30 de março de 2001, com o objetivo de garantir linha de financiamento a ser disponibilizada pelo BNDES para contratação de operações de crédito voltadas à construção e reforma de estádios e urbanização de seu entorno para a Copa do Mundo de 2014,⁸⁷ com limite de até R\$ 400.000.000,00 por estádio, sendo o valor de tal financiamento restrito a 75% do custo total de cada estádio.

Após a Resolução emitida pelo CMN, o BNDES, por sua vez, por meio da Resolução de Diretoria n.º 1.888/2010, estabeleceu as políticas operacionais para a concessão do financiamento mediante a criação do programa BNDES ProCopa Arenas, tendo este os seguintes preceitos básicos:

Quadro 2 – Informações básicas programa BNDES ProCopa Arenas

Objetivo	Apoio a projetos de construção e reforma das arenas destinadas a receber os jogos da Copa do Mundo de 2014 e de urbanização do seu entorno.
Cientes	Sociedades e associações com sede e administração no Brasil e entidades e órgãos públicos.
Prazos	Até 180 meses, já incluído o período de carência de até 36 meses.
Garantias	<ul style="list-style-type: none"> • Cotas-parte do Fundo de Participação (dos Municípios ou dos Estados – FPM ou FPE) e/ou vinculação da receita do ICMS pelos municípios; • Garantias reais e/ou pessoais usualmente exigidas pelo BNDES.
Condições Específicas	<p>Para análise:</p> <p>(i) projeto básico da arena aprovado pela Fifa, que contemple aspectos relacionados à sustentabilidade ambiental, acompanhado de memórias de cálculo e orçamento completo; (ii) estudo de viabilidade econômica da arena, com foco na sustentabilidade financeira no longo prazo e na solução de gestão; (iii) estudo de impacto de vizinhança e de impacto no trânsito nas adjacências da arena; e (iv) descrição dos projetos de intervenção no entorno da arena, com os respectivos orçamentos.</p> <p>Para utilização de parcela superior a 20% do crédito:</p>

⁸⁷ BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução CMN n.º 3.801/2009, de 28 de outubro de 2009. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3776>. Acesso em: 9 jul. 2021.

	(i) projeto executivo da arena aprovado pela Fifa; (ii) contrato firmado com entidade certificadora de Qualidade Ambiental reconhecida internacionalmente e/ou acreditada pelo Instituto Nacional de Metrologia, Normalização e Qualidade Industrial (Inmetro), com vistas à obtenção de certificação para o projeto; (iii) contrato firmado com empresa independente para auditar a execução físico-financeira dos investimentos; e (iv) descrição dos projetos básicos e contratação das obras de intervenção no entorno. Após a contratação: certificação emitida para o empreendimento por entidade certificadora de Qualidade Ambiental reconhecida internacionalmente e/ou acreditada pelo Inmetro, em até 12 meses após o término do prazo de utilização dos recursos.
Vigência	Até 31.12.2012

Fonte: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/patrocínios/patrocínio-ao-esporte/bndes-procopa-arenas>. Acesso em: 19 fev. 2022.

Assim, nesse contexto, foi requerido pela SPE o financiamento para a construção, operação e manutenção da Arena Itaquera, de acordo com os padrões exigidos pela Federação Internacional de Futebol (Fifa), uma vez que a arena foi confirmada como sede do jogo de abertura do campeonato mundial de futebol e local de realização de seis outras partidas durante o campeonato.

4.1 Condições da operação

De acordo com o Contrato de Financiamento, seus aditamentos e informações fornecidas pelo BNDES a operação deveria observar as seguintes condições:

Quadro 3 – Resumo das condições da operação

Valor:	R\$ 400.000.000,00
Origem dos Recursos:	Ordinários
Custo Financeiro:	TJLP
Juros:	3,4% a.a.
Prazo Total:	180 meses
Utilização:	12 meses
Carência:	19 meses
Amortização:	161 meses
Objetivo:	Construção da Arena Corinthians para Copa do Mundo de 2014, mediante integralização de quotas sênior em FII
Tipo de Garantia:	Definida pelo Agente Financeiro – CEF

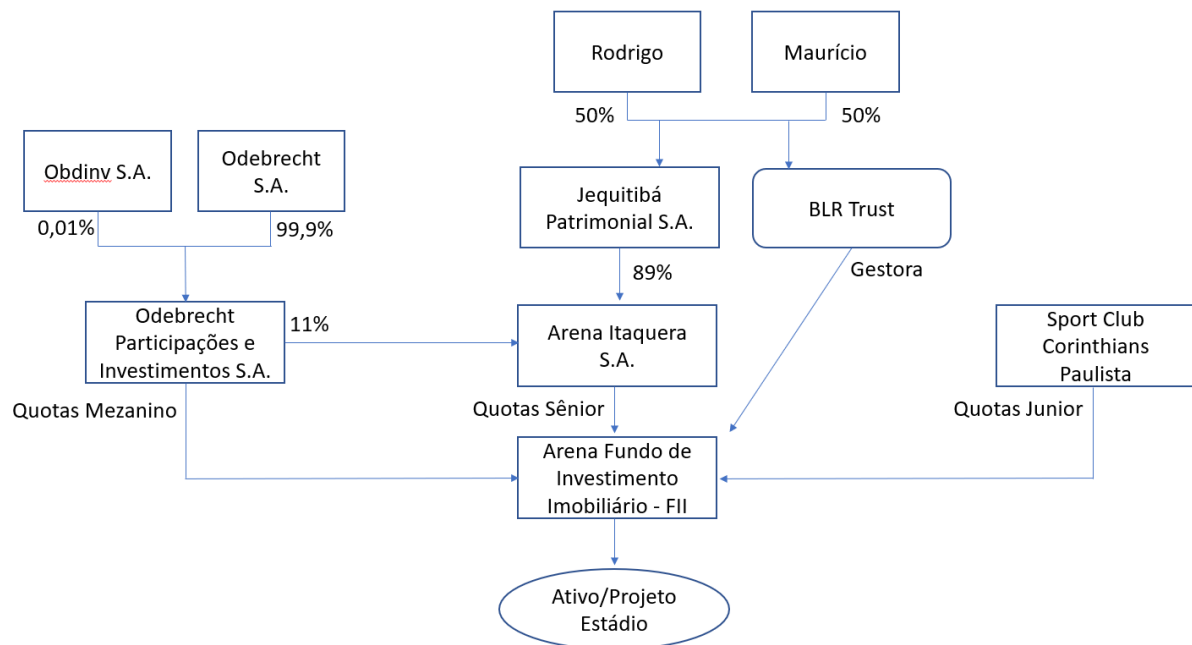
Fonte: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-op-dir-ind-nao-aut>. Acesso em: 15 jul. 2021

4.2 Estrutura societária das pessoas jurídicas integrantes da operação

O financiamento ora analisado teve como beneficiária direta a SPE, denominada Arena Itaquera S.A. (“SPE”), que, por sua vez, figura como quotista sênior do Arena Fundo de Investimento Imobiliário – FII (“Fundo de Investimentos”), veículo utilizado para a construção e exploração comercial do estádio de futebol localizado no bairro Itaquera (“Estádio”).

Na Figura 4, a estrutura societária das pessoas jurídicas envolvidas na operação encontra-se detalhada para melhor entender o fluxo do financiamento concedido pelo BNDES, bem como as garantias outorgadas.

Figura 4 – Estrutura societária⁸⁸



Fonte: Elaboração do quadro de estrutura societária com base em documentos disponibilizados na Junta Comercial e Autos do Processo n.º 5015447-87.2019.4.03.6100, em trâmite perante a 24.ª Vara Cível Federal da Subseção Judiciária de São Paulo.

4.2.1 Sociedade de propósito específico e fundo de investimento

A sociedade de propósito específico, Arena Itaquera, constituída como subsidiária integral da Jequitibá Patrimonial S.A. (“Jequitibá”), possui como objeto social o financiamento ou investimento em estádios ou arenas esportivas, diretamente ou por meio de investimentos em outras sociedades, fundos de investimentos, consórcios ou outras pessoas jurídicas.

⁸⁸ Importante salientar que os percentuais de participação previstos ao lado dos nomes dos Srs. Rodrigo e Maurício dizem respeito à participação na Jequitibá Patrimonial S.A. Quanto à participação social no BLR Trust, não foi possível apurar o percentual devido por cada um com base nos documentos disponíveis.

Posteriormente à sua constituição, a Odebrecht Participações e Investimentos S.A. (“OPI”) passou a integrar seu quadro societário.

A SPE, beneficiária direta do financiamento concedido pelo agente financeiro, conforme Contrato de Financiamento, utilizou os recursos obtidos com o agente financeiro para subscrever e integralizar Quotas Seniores no Fundo de Investimentos. Importante salientar que, além da SPE, figuram como quotistas do Fundo de Investimentos a OPI e o Sport Club Corinthians Paulista (“Clube”), subscritores de Quotas Mezanino e Subordinadas Juniores, respectivamente.

O Fundo de Investimentos, constituído sob a forma de condomínio fechado, possui como objetivo a captação de recursos para a construção do Estádio e tem como política de investimentos a aplicação de recursos para sua construção, bem como a exploração econômica do Estádio e comercialização dos Certificados de Incentivo ao Desenvolvimento (“CIDs”).

Em seu regulamento, o Fundo de Investimentos prevê a emissão de: (i) 400.000.000 de Quotas Seniores, com prioridade de amortização e remuneração e direito de voto em qualquer matéria; (ii) 1.000.000 de Quotas Subordinadas Mezanino, chamadas para atender à necessidade de caixa do Fundo de Investimentos não suportada pelas Seniores, com prioridade de amortização e remuneração com relação às Quotas Subordinadas Juniores e subordinada às Seniores; e (iii) até 800.000.000 de Quotas Subordinadas Juniores, subordinadas para fins de amortização e remuneração às Seniores e Mezanino.

O regulamento autoriza a emissão de novas Quotas Seniores e Mezanino, desde que deliberada em Assembleia Geral de Quotistas e subscrição parcial das Quotas Seniores, Mezanino e Juniores, bem como o cancelamento do saldo não colocado, uma vez que observadas as quantidades mínimas de 98.000.000 de Quotas Seniores e 200.000.000 de Quotas Mezanino e Juniores, em conjunto.

Conforme previsto no Contrato de Financiamento, as Quotas Seniores, supramencionadas, devem ser subscritas e integralizadas pela SPE mediante utilização dos recursos do BNDES repassados por meio da CEF e outros financiamentos eventualmente obtidos pela SPE para a subscrição e integralização das referidas quotas. Importante ressaltar que o uso de financiamentos adicionais para subscrição de novas quotas sempre estará subordinado às Quotas Seniores integralizadas com recursos decorrentes do BNDES.

No caso das Quotas Mezanino, o Acordo de Quotistas e o Contrato de Financiamento preveem que estas serão subscritas pela OPI e integralizadas à medida que são realizadas

chamadas de capital em caso de insuficiência de recursos líquidos para amortizar ou remunerar as Quotas Seniores. Caso a chamada de capital não atinja o objetivo de prover recursos suficientes ao Fundo, os Quotistas Seniores passam a deter opção de venda de suas quotas aos Quotistas Mezanino, ficando estes obrigados a adquiri-las no prazo máximo de cinco dias úteis, cuja quantidade e preço de venda corresponderão ao montante não recebido pelos Quotistas Seniores em razão da insuficiência de recursos. Vale destacar que, após a transferência das Quotas Seniores, estas se transformarão automaticamente em Quotas Mezanino.

O Acordo de Quotistas do Fundo de Investimentos prevê, ainda, que os Quotistas Mezanino serão liberados das obrigações de subscrição e integralização de Quotas, quando dispensados pelos financiadores ou à medida que os financiadores se satisfaçam com outras garantias e compromissos assumidos pela OPI diretamente, e não por meio do Fundo de Investimentos. As chamadas de capital serão limitadas, porém, da seguinte forma: (i) ao valor principal de R\$ 400.000.000,00, acrescidas de juros e demais encargos; (ii) ao valor do principal e remuneração de empréstimos-ponte; (iii) ao valor de principal e remuneração dos financiamentos adicionais.

Por sua vez, para as Quotas Subordinadas Juniores, o Acordo de Quotistas prevê que a subscrição será realizada pelo Clube e integralizadas mediante: (i) cessão da titularidade da Concessão de Direito Real de Uso do terreno no qual o Estádio foi construído; (ii) cessão do direito de construir e explorar comercialmente o Estádio; (iii) cessão da posição contratual no Contrato de EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) celebrado com a Construtora Norberto Odebrecht S.A. (“Construtora Odebrecht”); (iv) cessão do direito de requerer os Certificados de Incentivo ao Desenvolvimento (CIDs) perante a Prefeitura Municipal de São Paulo (PMSP); (v) outorga do direito de sediar a totalidade dos jogos que o Clube possua mando de campo; (vi) renúncia ao direito de qualquer receita que não a remuneração prevista ao Quotista Subordinado Júnior em razão da realização de partidas no Estádio, sendo dispensado de pagamento de aluguel como contrapartida.

Além disso, o Acordo de Quotistas estabelece as seguintes hipóteses autorizadas de transferência de quotas:

- (i) transferências realizadas pelos Quotistas Sênior e Mezanino a partes relacionadas, desde que estes permaneçam detentores, direta ou indiretamente, das quotas transferidas e responsáveis solidários pelo cumprimento das obrigações de aporte;

- (ii) transferências pelo Quotista Sênior, desde que autorizadas pela CEF e pelo financiador de curto prazo;
- (iii) transferências pelo Quotista Mezanino, desde que para prover recursos adicionais ao Fundo de Investimentos oriundos de financiamentos adicionais, uma vez que as quotas transferidas já tenham sido integralizadas e mediante anuência das entidades financiadoras;
- (iv) transferências pelo Quotista Mezanino de quotas não integralizadas, desde que autorizadas pelas instituições financiadoras.

Quanto ao Quotista Subordinado Júnior, o Acordo de Quotistas prevê período de *lock-up*, ficando este vedado a transferir suas quotas até a amortização e pagamento integral da remuneração prevista aos Quotistas Sênior e Mezanino.

Com relação ao direito de voto, o Acordo de Quotistas determina que prevalece a deliberação tomada pelo Quotista Mezanino, salvo quando a deliberação tratar de modificações ao Contrato de EPC e desonerações tributárias, quando deve preponderar o voto do Quotista Subordinado Júnior.

4.3 Estrutura da operação

Como forma de levantar os recursos necessários à execução do projeto, a SPE recorreu ao modelo de financiamento de projetos, tendo assim celebrado Contrato de Financiamento mediante repasse com a CEF e os demais instrumentos atrelados ao referido Contrato, entre os quais está o objeto de análise deste trabalho, o Contrato de Suporte de Acionista e Patrocinador.

Os recursos obtidos pela SPE no BNDES e repassado pela CEF foram integralmente aportados no Fundo de Investimentos, veículo detentor do projeto e todos os recebíveis deste decorrentes.

Diante desse cenário, o Fundo de Investimentos comandaria a gestão da obra e da operação e manutenção do Estádio, tendo sido celebrado com a Construtora Odebrecht contrato de EPC para a execução da obra.

Por fim, destaca-se que seriam utilizados pelo Fundo de Investimentos os *naming rights* do Estádio e demais direitos de exploração, como o aluguel de espaços, camarotes, cadeiras, estacionamento, restaurantes, lojas e bares, realização de jogos e patrocínios em áreas internas.

Após a extinção do Fundo de Investimentos e a completa amortização das Quotas Seniores e Mezanino, a propriedade do Estádio seria transferida ao Clube, passando este a ser responsável pela gestão dos contratos referentes ao Estádio, antes executada pelo Fundo de Investimentos.

4.3.1 Fontes de recurso

De acordo com o Contrato de Financiamento, serão consideradas fontes de recursos do projeto:

- (i) os recursos do BNDES utilizados pela SPE para a integralização de Quotas Seniores no Fundo de Investimentos, no montante de R\$ 400.000.000,00;
- (ii) a monetização dos CIDs, com valor estimado em R\$ 413.773.000,00;

Os CIDs foram criados a partir de um Programa de Incentivo Fiscal instituído pela PMSP para captar investimentos na Zona Leste de São Paulo.

Após a conclusão da etapa de construção do Estádio, os CIDs podem ser fruídos pelo beneficiário, sendo este autorizado, ainda, a transferi-los a terceiros. A expectativa de monetização desses títulos é uma das principais fontes de recursos próprios do projeto.

Importante destacar, porém, que o valor estimado de receita auferida por meio da monetização dos CIDs trata-se de uma projeção pouco precisa, uma vez que estes não possuem histórico de comercialização e dependem diretamente da conclusão das obras, para que o Estádio possa sediar o jogo de abertura da Copa do Mundo de 2014.

Em razão da insegurança quanto à monetização dos CIDs, em caso de deságio na monetização dos títulos e conseqüente frustração de receita, a SPE fará aportes adicionais, o que resultará na redução dos rendimentos do Clube em função de sua diluição.

- (i) 1.^a Emissão de Debêntures não conversíveis, da espécie subordinada, subscritas pela Odebrecht S.A. (“ODB”), no valor total de R\$ 50.000.000,00;
- (ii) 2.^a Emissão de Debêntures não conversíveis, da espécie quirografária, subscritas pela OPI, no valor total de R\$ 350.000.000,00;

Salienta-se que, anteriormente à celebração do Contrato de Financiamento, foram contratados financiamentos adicionais e empréstimos-ponte para complementar as fontes de recurso do projeto, cujos valores, a princípio, foram quitados à medida que as fontes de recurso ora citadas foram liberadas.

4.4 Descrição do Contrato de Financiamento

O Contrato de Financiamento mediante repasse celebrado entre a CEF e a SPE tem como objeto a abertura de linha de crédito denominada Pró-Copa Arenas, disponibilizada pelo BNDES para apoio à construção e reforma de estádios de futebol destinados a receber os jogos da Copa do Mundo de 2014 e de urbanização de seu entorno, com prazo de amortização de 180 meses, incluindo o prazo de carência de até 36 meses.

Conforme abordado no item anterior, foi criada uma estrutura societária para viabilizar a execução do projeto, sendo a SPE o veículo utilizado para a captação dos recursos obtidos no BNDES.

O Contrato de Financiamento foi celebrado entre as Partes em 29.11.2013, tendo este sido aditado em três oportunidades, 07.02.2014, 05.02.2015 e 29.09.2017. Os referidos aditamentos foram utilizados para alterar as seguintes condições:

- (i) Primeiro Aditamento: alterações de disposições para adequação do instrumento às resoluções internas do BNDES;
- (ii) Segundo Aditamento: alteração do prazo máximo de utilização dos recursos, autorização de outorga de garantia à OPI ou afiliadas, de forma subordinada às garantias da CEF, para assegurar o adimplemento das debêntures, bem como modificações em obrigações específicas da SPE e inclusão de hipóteses de vencimento antecipado;
- (iii) Terceiro Aditamento: formalização do período de suspensão de todas as obrigações financeiras da SPE entre o período de 15.05.2015 a 15.05.2017, bem como o estabelecimento de pagamento mensal de valor mínimo durante período de customização (15.06.2017 a 15.02.2018).

De acordo com o Contrato de Financiamento celebrado, foi aberto um crédito no valor total de até R\$ 400.000.000,00 para a construção do Estádio, sendo a liberação do crédito limitada a 75% do custo total do projeto.

Além da SPE como tomadora do financiamento, figuram como intervenientes anuentes no Contrato de Financiamento a Jequitibá e a OPI, ambas acionistas da tomadora do financiamento, bem como o Clube e o Fundo de Investimentos.

Conforme previsto no Contrato de Financiamento, os recursos repassados pela CEF deveriam ser aplicados na integralização de Quotas Seniores do Fundo de Investimento Imobiliário, visto que este deve utilizar os recursos recebidos mediante integralização de seu capital social na construção do Estádio, bem como na quitação de empréstimos-ponte ou mútuos contraídos pela SPE para viabilizar tais integralizações de capital no Fundo de Investimentos.

(a) Disponibilidade do crédito

O crédito foi repassado à SPE de forma parcelada, de acordo com a necessidade do projeto e com o cronograma financeiro do BNDES, ficando disponíveis para utilização pela SPE até o prazo máximo de 28.11.2014, ou por prazo superior, caso solicitadas prorrogação e anuência da CEF e do BNDES.

Além do prazo para uso do crédito, a SPE estará sujeita ao pagamento de encargo de 0,1% pelo saldo não utilizado de cada parcela do crédito, a partir do dia imediato ao de sua disponibilização, até o dia da efetiva utilização ou data do cancelamento a pedido da CEF ou do BNDES.

A eficácia do contrato foi condicionada à comprovação da transferência em favor do Fundo de Investimentos da concessão de direito real do uso do imóvel onde será construído o Estádio com a devida autorização do Município de São Paulo – poder concedente.

(b) Juros

Sobre o principal da dívida corrigido pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) incidirão juros de 3,4% ao ano a título de remuneração, devendo ser observada uma sistemática de cálculo estabelecida na Cláusula Terceira do Contrato, com prazo de carência de 29.11.2013 a 15.06.2015.

(c) Amortização

As partes, por meio do Terceiro Aditamento, suspenderam todas as obrigações financeiras da SPE pelo período de 15.05.2016 a 15.05.2017 (“Período de Suspensão”), reconhecendo como valor total da dívida, atualizado e remunerado nos termos Contrato até 15.05.2017, o equivalente a R\$ 475.343.447,69.

Conforme previsto no aditamento, a amortização seria realizada em prestações mensais e sucessivas, ressalvados o período de suspensão e o período de customização (15.06.2017 a

15.02.2018), vencendo-se a primeira parcela no dia 15 do mês subsequente ao término do prazo de carência (15.06.2015), comprometendo-se a SPE a liquidar em 15.11.2028 todas as obrigações decorrentes do Contrato.

(d) Garantias

Para o desembolso dos recursos, foi exigida uma série de garantias, tanto da tomadora do financiamento quanto das intervenientes anuentes. São elas:

- (i) alienação fiduciária em favor da CEF sobre a totalidade das ações da SPE já emitidas ou que vierem a ser emitidas;
- (ii) alienação fiduciária em favor da CEF sobre a totalidade de Quotas Seniores de titularidade da SPE, já emitidas ou que vierem a ser emitidas pelo Fundo de Investimentos;
- (iii) celebração de contrato de administração de contas da SPE, pelo qual a CEF passará a ser responsável pela administração das contas, bem como receberá em cessão fiduciária os direitos creditórios decorrentes destas contas, bem como quaisquer outros direitos creditórios resultantes de contratos que a SPE venha a celebrar com terceiros durante a vigência do Contrato de Financiamento;
- (iv) celebração de contrato de administração de contas do Fundo de Investimentos, pelo qual a CEF passará a ser responsável pela administração das contas durante a vigência do Contrato de Financiamento;
- (v) constituição de conta de reserva sênior pelo Fundo de Investimento a ser mantida na CEF, a qual deverá possuir valor equivalente a três prestações mensais vincendas (“Saldo Limite”), a ser constituída até 15.02.2018, observando os seguintes prazos intermediários: (i) até 31.08.2017 – 30% do Saldo Limite; (ii) até 31.10.2017 – 55% do Saldo Limite; (iii) até 31.12.2017 – 90% do Saldo Limite; e (iv) até 15.02.2018 – 100% do Saldo Limite – Garantia alterada por meio do Terceiro Aditamento ao Contrato;
- (vi) emissão de notas promissórias pela SPE em favor da CEF, representando a dívida contraída, com valor individual de R\$ 10.000.000,00. As notas promissórias serão devolvidas pela CEF à medida que serviço de dívida seja quitado ou sempre que o valor representado pelas Notas Promissórias seja superior em mais de R\$ 10.000.000,00 ao saldo devedor da dívida;

- (vii) Contrato de Suporte de acionista e/ou patrocinador a ser celebrado entre OPI, ODB, SPE, Jequitibá e a CEF, pelo qual a OPI obriga-se a aportar, ou fazer com que sejam aportados por terceiros, recursos necessários na SPE nas hipóteses previstas no Contrato de Suporte;
- (viii) alienação fiduciária e hipoteca em favor da CEF sobre os imóveis de propriedade do Clube de matrículas 241.016 e 162.200, respectivamente;
- (ix) constituição de alienação fiduciária em favor da CEF sobre as Quotas Mezanino, já emitidas ou a serem emitidas, de titularidade da OPI no Fundo de Investimentos;
- (x) cessão fiduciária em favor da CEF de todos os rendimentos, resgates, amortizações, valores, bonificações, créditos e quaisquer outros direitos econômicos que venham a ser recebidos, devidos ou distribuídos com relação às Quotas Subordinadas Juniores de titularidade do Clube no Fundo de Investimentos;
- (xi) celebração de contrato de administração de contas entre o Clube e a CEF, a ser firmado em até 15 dias da celebração do Terceiro Aditamento ao Contrato – Garantia incluída por meio da celebração do Terceiro Aditamento ao Contrato;
- (xii) outorga de procuração pelo Clube em favor da CEF para, na hipótese de inadimplemento financeiro no âmbito do Contrato de Financiamento, exercer o direito de voto conferido ao Clube na qualidade de Quotista Subordinado Júnior do Fundo de Investimentos em matérias que tenham como objetivo viabilizar o pagamento do valor inadimplido. Importante salientar que, sanado o inadimplemento financeiro, os direitos de voto retornam ao Clube em sua plenitude.

A CEF, de acordo com o contrato, possui o direito de requerer a reavaliação dos bens gravados sempre que no seu entendimento houver depreciação da garantia. Além disso, as garantias devem ser consideradas indivisíveis, observadas as disposições de resgate das notas promissórias e liberação gradual ou integral do Contrato de Suporte.

(e) Obrigações da SPE

Além das garantias elencadas *supra*, o Contrato de Financiamento prevê a necessidade de cumprimento de diversas obrigações pela SPE e pelas intervenientes anuentes, relacionadas

à correta implementação do projeto, nos prazos e formas estabelecidos no Contrato de Financiamento e seus anexos, sendo as mais relevantes ao presente trabalho as seguintes:

- (i) aplicação dos recursos decorrentes do contrato na integralização de Quotas Seniores, quitação de empréstimos-ponete ou mútuos contraídos com a finalidade de integralização das Quotas Seniores;
- (ii) aportar recursos próprios previstos para execução do projeto nos montantes previstos no Contrato e conforme descrito no item 4.3.1;
- (iii) responsabilizar-se pela obtenção de recursos para assegurar a conclusão e a entrega do Estádio em condições plenas de operação;
- (iv) providenciar a substituição dos imóveis ofertados em garantia em outras operações. Importante destacar que o contrato determina *expressamente que a presente obrigação não está garantida pelo Contrato de Suporte*;
- (v) destinar 50% do caixa do projeto designado à remuneração do Clube como Quotista Subordinado Júnior, para aceleração do pagamento do financiamento, até que seu saldo seja inferior a R\$ 200.000.000,00;
- (vi) após a liberação da OPI e ODB no âmbito do Contrato de Suporte, manter o Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) igual ou superior a 1,3. Na hipótese de não atendimento do ICSD igual ou superior a 1,3, será retido em conta reserva específica o caixa passível de distribuição ao Clube em percentual variável, de acordo com a motivação para liberação da OPI e o ODB;⁸⁹
- (vii) assegurar a prioridade de pagamento do financiamento com relação a quaisquer outras obrigações financeiras da SPE;
- (viii) além das obrigações ora previstas, o Contrato de Financiamento prevê a necessidade de anuência prévia da CEF e do BNDES para a transferência pela OPI e/ou pela Jequitibá de ações ou direitos de subscrição na SPE, bem como para a transferência do controle direto ou indireto exercido pela ODB na OPI. No entanto, vale destacar que a ODB não figura no Contrato de Financiamento como parte e/ou interveniente anuente.

⁸⁹ De acordo com a Cláusula Nona, item XXII, do Contrato de Financiamento, os percentuais variam caso a liberação tenha sido motivada por aporte extraordinário de recursos na SPE ou no Fundo de Investimentos pela OPI, ODB ou qualquer outro acionista ou quotista.

(f) Obrigações dos intervenientes anuentes

O Contrato de Financiamento prevê diversas obrigações aos intervenientes anuentes, entre as quais merece destaque a obrigação de aporte de recursos pelo Clube em contas específicas, por meio de integralização de Quotas Juniores no Fundo e/ou por assunção de dívida subordinada ao financiamento para fazer frente a despesas mensais fixas ou variáveis previstas no Contrato de Administração de Contas e despesas de borderô. Apesar da obrigação de aporte assumida pelo Clube, não há evidências da celebração de contrato específico para a operacionalização de tal aporte.

(g) Vencimento antecipado

O Contrato de Financiamento prevê a possibilidade de declarar antecipadamente vencido o contrato, mediante suspensão de desembolsos e imediata exigibilidade da dívida em hipóteses específicas, entre elas: (i) revogação, rescisão, nulidade ou inexecutabilidade do Contrato de Suporte ou de documentos a ele relacionados; e (ii) inadimplemento pela OPI, ODB ou Jequitibá das obrigações previstas no Contrato de Suporte, desde que não sanados no prazo de cura estabelecido no Contrato de Financiamento.

4.5 Descrição do Contrato de Suporte

O Contrato de Suporte foi celebrado entre a CEF, SPE, ODB, Jequitibá e OPI e, na qualidade de interveniente anuente, o Clube.

Vale destacar que o Contrato de Suporte prevê, expressamente, a responsabilidade solidária da ODB pelo cumprimento integral e pontual das obrigações de aporte da OPI. Assim, na hipótese de inadimplemento pela OPI das referidas obrigações, a ODB deverá aportar recursos na OPI, em volume equivalente à obrigação de suporte, por meio de integralização de capital ou contratação de empréstimo subordinado.

(a) Objeto

O Contrato de Suporte tem como objeto o compromisso assumido pela OPI de realizar aporte ou fazer com que sejam aportados por terceiros os recursos necessários na SPE, com a finalidade de subscrever e integralizar Quotas Seniores ou Quotas Mezanino no Fundo de Investimentos, seja por meio de aumento de capital ou por instrumento de mútuo subordinado.

Salienta-se que a integralização de Quotas Seniores ou Mezanino será definida de acordo com o Evento de Suporte que deflagrar a obrigação de aporte de capital, conforme detalhado a seguir.

(b) Eventos de Suporte⁹⁰

(i) Aporte de capital na SPE: poderá ser realizado pela OPI, ou quaisquer terceiros pertencentes ao grupo econômico da ODB, por meio do aumento de capital na SPE⁹¹ ou empréstimos subordinados à dívida decorrente do Contrato de Financiamento, com a finalidade de integralização de Quotas Seniores no Fundo.

O aporte de capital por meio de integralização de capital na SPE somente ocorrerá na hipótese de insuficiência de recursos no Fundo de Investimentos para a conclusão da construção do Estádio decorrente de: (a) aumento de custo de construção; (b) deficiência ou inexistência de emissão, comercialização e/ou monetização dos CIDs; e/ou (c) frustração do recebimento dos recursos decorrentes da 1.^a e da 2.^a emissão de debêntures, no valor de R\$ 50.000.000,00 e R\$ 350.000.000,00, respectivamente.

(ii) Aporte de capital no Fundo de Investimento: poderá ser realizado exclusivamente pela OPI, mediante integralização de Quotas Mezanino, mediante aumento de capital no Fundo de Investimentos.

No caso da integralização de Quotas Mezanino, esta poderá ser exigida a partir da ocorrência de quaisquer das hipóteses previstas no item (i) anterior, bem como no caso de *inadimplemento pela SPE do serviço de dívida*, até que o projeto comprove geração de caixa suficiente para assegurar o pagamento da dívida e o atendimento do ICSD de 1,3.

Assinala-se que tanto o Contrato de Financiamento como o Contrato de Suporte preveem expressamente que a obrigação de substituir os imóveis ofertados em garantia em outras operações não está garantida pelo Contrato de Suporte.

⁹⁰ As hipóteses de gatilho para o aporte de capital previstas neste item (b) serão denominadas a seguir “Eventos de Suporte”.

⁹¹ Para a integralização do capital na SPE, a Jequitibá renunciou, por meio do Contrato de Suporte, a qualquer direito de preferência de subscrição de ações da SPE que lhe seja assistido por lei ou de qualquer outra forma outorgado.

(c) Formas de desembolso

Ocorrendo um Evento de Suporte, faz-se necessária a notificação pela CEF da OPI com cópia para SPE, indicando o Evento de Suporte e o valor do aporte necessário, devendo este ser consumado no prazo de 30 dias da data da notificação, comprometendo-se as partes a praticar todos os devidos atos e formalidades para tanto.

Caso o adimplemento do Evento de Suporte pela OPI ocorra por meio de integralização de ações na SPE ou de Quotas Mezanino no Fundo: (i) as acionistas da SPE ou os Quotistas do Fundo, conforme o caso, deverão aprovar o aumento de capital no montante indicado pela CEF, conforme modelos de ata de assembleia geral anexos ao Contrato de Suporte; e (ii) a OPI deverá firmar o Boletim de Subscrição, também conforme modelos anexos ao Contrato de Suporte.

Nesse caso, será facultado à OPI subscrever e integralizar as novas ações da SPE pelo valor patrimonial (contábil) ou pelo valor econômico, desde que esta última não prejudique a consumação do aporte no prazo determinado, bem como seja apresentado laudo de avaliação elaborado pelas empresas indicadas no Contrato de Suporte ou outra previamente aprovada pela CEF, devendo tal laudo ser antecipadamente aprovado pela Jequitibá.

Além disso, a Jequitibá renuncia, expressamente, a seu direito de preferência, em favor da OPI ou de qualquer afiliada ou parte relacionada por esta apontada, caso a OPI opte por satisfazer o compromisso de aporte por meio de integralização de novas ações na SPE.

Na hipótese de a OPI optar por adimplir o Evento de Suporte por empréstimo subordinado, ou caso esta não tenha consumado a integralização do capital no referido prazo previsto, deverá ser celebrado contrato de mútuo, conforme modelo anexo ao Contrato de Suporte.

(d) Procedimentos de desembolso

Para Eventos de Suporte atrelados ao inadimplemento do serviço de dívida, o valor do suporte deverá ser aportado em Conta Pagamento Caixa/BNDES de titularidade da SPE perante a CEF, cujos recursos nela existentes ou a ela atrelados estão alienados fiduciariamente à CEF.

Quanto aos demais Eventos de Suporte, o valor aportado deverá ser depositado na Conta Suporte, de titularidade da SPE, e aplicado na integralização de quotas do Fundo de Investimentos com a finalidade de custear a conclusão da construção do Estádio ou,

desembolsado pela OPI, diretamente no Fundo de Investimentos para integralização de Quotas Mezanino.

Ressalta-se, ainda, que o Clube, a OPI, a Jequitibá e a SPE comprometem-se a praticar todos os atos e formalidades necessários para a realização dos aportes de capital, seja por meio de integralização de ações na SPE, quotas no Fundo de Investimentos ou celebração de instrumento de dívida subordinada, não podendo ser invocado para o não cumprimento da obrigação eventual atraso ou vício na formalização dos atos.

(e) Liberação do compromisso

(i) Liberação gradual da garantia: redução anual de 33%, a partir de 01.01.2017, caso verificados, cumulativamente, os seguintes requisitos: (a) ICSD do projeto igual ou superior à 1,3, nos 12 meses fiscais⁹² precedentes à liberação; e (b) alienação dos *naming rights* e demais direitos de exploração do Estádio por prazo igual ou superior ao prazo de pagamento do financiamento e valor equivalente ou superior a 20% do serviço de dívida anual.

O ICSD deverá ser apurado anualmente de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{ICSD} = \text{A/B}$$

A = Receita Operacional Bruta Anual (-) Custos e Despesas Operacionais

B = Serviço de Dívida (Amortização de Principal + Juros)

Assinala-se que a Receita Operacional Bruta Anual não considerará recursos oriundos de dívidas, aportes e receitas não recorrentes – receitas não decorrentes, direta ou indiretamente, da operação e exploração do Estádio, contratos de comercialização ou cobertura securitária de propriedades comerciais do Estádio e aplicações financeiras.

(ii) Liberação total da garantia: a partir de 01.01.2019, haverá a liberação integral e automática do compromisso de aporte, desde que verificados, cumulativamente, os requisitos previstos para a liberação gradual, ou seja: (i) ICSD igual ou superior a 1,3 no ano fiscal anterior; e (ii) alienação dos *naming rights* e demais direitos de exploração do Estádio, prazo igual ou superior ao prazo de pagamento do financiamento e valor equivalente ou superior a 20% do serviço de dívida anual.

⁹² Doze meses fiscais devem ser entendidos como o período entre janeiro e dezembro de cada ano.

Na hipótese de liberação total da garantia, o cálculo do ICSD considerará eventuais aportes realizados pela OPI ou outros acionistas da SPE ou quotistas do Fundo de Investimentos, desde que tais aportes sejam previamente comunicados à CEF, facultando, assim, à OPI, a outros acionistas da SPE ou a quotistas realizar aportes com o intuito de atingir o patamar do ICSD de 1,3 exigido pela CEF.

5 ANÁLISE DO CONTRATO DE SUPORTE NO CASO PARADIGMA

Diante dos estudos, documentos e fatos anteriormente apresentados, faz-se necessário avaliar a aplicabilidade do Contrato de Suporte no caso concreto, a fim de observar o propósito de um compromisso de aporte adicional de capital no âmbito do *Project Finance*, qual seja, de forma resumida e simplificada, o de mitigar riscos de sobrecusto do projeto, que não possam ser transferidos a terceiros integrantes da rede contratual do projeto, sem que, para tanto, o modelo de *Project Finance* seja desnaturalizado.

5.1 O Contrato Suporte e a descaracterização do *Project Finance*

O Contrato de Suporte celebrado no caso ora analisado possui como gatilho para as obrigações de aporte de capital: (a) o aumento de custo de construção; (b) a deficiência ou a inexistência de emissão, comercialização e/ou monetização dos CIDs; (c) a frustração do recebimento dos recursos decorrentes da 1.^a e da 2.^a emissão de debêntures; e/ou (d) o inadimplemento pela SPE do serviço de dívida.

Diante dos Eventos de Suporte estabelecidos no instrumento, é possível notar que os eventos (b) e (c) têm como objetivo garantir o aporte total do *base equity* do projeto (percentual de capital próprio das patrocinadoras exigido pelo financiador) e os eventos (a) e (d) o propósito de assegurar aporte adicional ao *base equity*, chamado de *standby equity*.

No entanto, conforme tratado anteriormente, o *standby equity*, quando utilizado no âmbito do *Project Finance*, não deve garantir o simples adimplemento do serviço de dívida, e sim contingências específicas, não transferidas para outros atores pertencentes à rede de contratos do projeto, e que venham a se materializar no decorrer da fase construção do empreendimento.

Assim, estabelecer uma obrigação de aporte adicional em decorrência do simples inadimplemento da dívida estende à patrocinadora a responsabilidade da SPE pelo pagamento do financiamento, desvirtuando a principal característica do *Project Finance*, qual seja, a segregação, total ou quase total, no âmbito patrimonial e de responsabilidades entre a SPE e as patrocinadoras.

O próprio BNDES reconhece tal característica quando, em seu *site*, conceitua o *Project Finance* como um financiamento de projeto, suportado contratualmente por seu fluxo de caixa e tendo como garantias seus ativos e recebíveis.⁹³

Finnerty destaca, ainda, que o principal traço distintivo entre um financiamento de projetos e um financiamento convencional é o de que, no primeiro, o projeto trata de entidade jurídica autônoma. Os ativos do projeto, seus contratos e fluxo de caixa são substancialmente segregados dos ativos das patrocinadoras.⁹⁴ Por sua vez, nos financiamentos convencionais, as sócias da tomadora do crédito costumam estar diretamente ligadas ao adimplemento do serviço de dívida, sendo estas, inclusive, objeto de análise pelo financiador.

Por conseguinte, faz-se necessário examinar de forma mais detida a Cláusula 3.1 do Contrato de Suporte, especificamente no que diz respeito à hipótese de deflagração do aporte de capital decorrente do inadimplemento do pagamento do serviço de dívida:

Figura 5 – Trecho da Cláusula 3.1 do Contrato de Suporte

(i) no caso de inadimplemento pela Devedora do pagamento do serviço da dívida decorrente do Financiamento, até que o Projeto ora financiado comprove geração de caixa suficiente para assegurar o repagamento da dívida contratada e o atendimento do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) de 1,3 (um inteiro e três décimos), nos termos das Subcláusulas 3.2 e 3.3, nas respectivas datas estabelecidas no Contrato de Financiamento, mas desde que, em qualquer hipótese, tenham transcorrido eventuais prazos de cura definidos no Contrato de Financiamento;

Fonte: Contrato de Suporte de Acionista e Patrocinador, celebrado entre CEF, Arena Itaquera S.A., Odebrecht S.A., Jequitibá Patrimonial S.A. e Odebrecht Participações e Investimentos S.A., registrado perante registrados perante o 2.º Ofício de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo, sob o n.º 3582424.

A cláusula prevê que a obrigação de aporte estipulada sobreviverá até que a SPE comprove possuir caixa suficiente ao “repagamento” da dívida e, concomitantemente, observe

⁹³ Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 20 jan. 2022.

⁹⁴ “The critical distinguishing feature of a project financing is that the project is a distinct legal entity; project assets, project-related contracts, and project cash flow are segregated to a substantial degree from the sponsoring entity” (FINNERTY, John D (Ph.D.). *Project financing: asset-based financial engineering*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2007. p. 2).

o ICSD⁹⁵ mínimo de 1,3. Este último, apesar de ser um critério objetivo e limitador, não aborda um risco específico do empreendimento e, assim como o critério de “caixa suficiente”, submete a obrigação de aporte à capacidade de a SPE honrar com as dívidas por ela assumidas.

Assim, em uma primeira análise, a OPI parece assumir uma obrigação de garantir o pagamento da dívida perante a financiadora, sem que esta decorra de risco do projeto. Tal convicção é reforçada diante da previsão de manutenção da vigência e eficácia do Contrato de Suporte até a efetiva liquidação do Contrato de Financiamento, bem como das hipóteses estipuladas para liberação anual da referida garantia, que somente poderiam ocorrer, gradualmente, a partir de janeiro de 2017, mais de três anos após a data prevista para o término da construção do Estádio.

A liberação gradual do compromisso, de acordo com o disposto no instrumento, somente seria possível, caso, nos doze meses precedentes à data da liberação, fosse atendido o ICSD anual mínimo de 1,3 e alienados os *naming rights* e demais direitos de exploração do Estádio por valor mínimo equivalente a 20% do serviço de dívida anual, cujo contrato tenha prazo igual ou superior ao prazo de pagamento da dívida.

Além disso, a redação da cláusula⁹⁶ foi imprecisa, tendo em vista que estabelece percentual de redução anual do compromisso de aporte, sem que este nem mesmo possua um valor determinado para servir de parâmetro à referida redução.

A imprecisão mencionada favorece a interpretação de que o Contrato de Suporte, no caso concreto, estaria sendo utilizado para garantir as obrigações de pagamento da SPE até a liquidação do financiamento, uma vez que o único valor sobre o qual o percentual de redução pode ser calculado seria o montante total da dívida. Caso assim interpretado, o Contrato de

⁹⁵ O ICSD (Índice de Cobertura do Serviço de Dívida), como o próprio nome demonstra, traduz, matematicamente, a capacidade da receita gerada pelo projeto em custear o pagamento da dívida. De acordo com o Contrato de Suporte, a fórmula de cálculo do ICSD é simples: $ICSD = (Receita Operacional - Custos e Despesas Operacionais) / (Amortização de Principal + Juros)$. Vale destacar que não compreendem receitas operacionais, os recursos oriundos de dívida, aportes e receitas não recorrentes, salvo se diversamente previsto no instrumento.

⁹⁶ “3.3 Em primeiro de janeiro de 2017 e na mesma data de cada ano subsequente, o compromisso de Suporte de Capital da OPI relacionado aos Eventos de Suporte sofrerá redução de 33% (trinta e três por cento), caso sejam verificados cumulativamente, nos 12 (doze) meses fiscais precedentes a tal data, os seguintes requisitos (de tal modo que o compromisso de aporte cessará integralmente em 1.º de janeiro de 2019 se tais requisitos forem atendidos consecutivamente nos primeiros três anos de sua mensuração [...]).” Transcrição da redação da Cláusula 3.3 Contrato de Suporte de Acionista e Patrocinador, celebrado entre CEF, Arena Itaquera S.A., Odebrecht S.A., Jequitibá Patrimonial S.A. e Odebrecht Participações e Investimentos S.A., registrado perante o 2.º Ofício de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo, sob o n.º 3582424.

Suporte estaria mantendo a essência das garantias fidejussórias que o compromisso de aporte se propõe a substituir.

Outra disposição do Contrato de Suporte que contribui para esse entendimento é a forma de desembolso dos aportes na hipótese de inadimplemento do serviço de dívida. Apesar de tal Evento de Suporte ser garantido pela integralização de Quotas Mezanino, de acordo com o contrato, o efetivo desembolso dos recursos seria realizado mediante depósito pela OPI em Conta Pagamento de titularidade da SPE, e não do Fundo de Investimento, cujos recursos depositados ou aplicados foram cedidos fiduciariamente à CEF.

O uso incongruente pelo BNDES do compromisso de aporte de capital como garantia ao *Project Finance* aparenta não ser prerrogativa exclusiva do caso ora analisado. O compromisso de aporte celebrado no âmbito do projeto de implantação da UHE Santo Antônio, além de prever aporte de capital na hipótese de simples inadimplemento da dívida, indica que os desembolsos nem sequer passariam pelas contas bancárias da sociedade executora do projeto, devendo ser os recursos depositados diretamente em contas bancárias das instituições credoras.⁹⁷

Vale destacar que o próprio BNDES, mesmo diante da falha na utilização prática do Contrato de Suporte, reconhece que o compromisso de aporte oferecido pelas patrocinadoras deve se tratar de uma garantia pré-operacional, usada para complementar o capital social da SPE, em montante suficiente para finalizar a implantação do Projeto, conforme previsto em seu *site*:

Garantias pré-operacionais

Na fase de implantação do projeto, a exigência de garantia fidejussória dos controladores da beneficiária poderá ser dispensada, desde que observado o seguinte:

- Compromisso dos acionistas controladores da beneficiária de **complementar o capital da empresa em montante suficiente para finalizar a implantação do projeto.**⁹⁸

Portanto, compreende-se que a inclusão de Evento de Suporte vinculado diretamente ao pagamento do serviço de dívida, sem que este decorra de risco ou fase específica, descaracteriza o conceito de *Project Finance*, assumindo o compromisso de aporte a função de reforçar a obrigação principal de pagamento, mediante sujeição do patrimônio da patrocinadora com

⁹⁷ MADRONA, Ricardo. *Contrato de suporte de acionistas* cit., p. 30.

⁹⁸ Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 20 jun. 2021.

relação à dívida assumida pela SPE, aproximando-o, assim, das garantias fidejussórias exigidas pelo BNDES para a concessão dos financiamentos.

Além disso, ressalta-se que nem mesmo a vantagem da desnecessidade de contabilização dessa garantia no balanço patrimonial das patrocinadoras parece sobreviver nesse modelo de compromisso de aporte, tendo em vista a adoção do IFRS no Brasil, bem como das indicações de que, em algumas hipóteses, tal contabilização é expressamente exigida pelo BNDES em contrato.⁹⁹

5.2 A segurança jurídica no caso concreto

O presente trabalho demonstrou até o presente momento a forma de constituição do compromisso de aporte como garantia ao *Project Finance*, bem como sua mecânica de utilização, deixando claro que se trata de uma garantia válida, apesar de não positivada na legislação brasileira.

No caso concreto analisado, o Contrato de Suporte celebrado determina a obrigação de a OPI efetuar, nas hipóteses estipuladas, aporte de capital por meio de integralização de ações na SPE, integralização de Quotas Mezanino no Fundo de Investimento ou mútuo subordinado ao financiamento concedido à SPE.

Assinala-se que o referido instrumento, de forma acertada, possui algumas proteções que visam garantir seu adimplemento pela OPI, entre as quais o vencimento antecipado da dívida na hipótese de inadimplemento, modelos de Contrato de Mútuo, de assembleia geral para deliberação de aumento de capital da SPE, de reunião de Quotistas para emissão de Quotas Mezanino do Fundo de Investimento e dos boletins de subscrição das ações na SPE e Quotas Mezanino. No entanto, diante da diferença na operacionalização e exequibilidade do compromisso de aporte, quando comparado às demais garantias concedidas no âmbito de um financiamento de projetos, faz-se necessário analisar, no caso concreto, eventuais falhas que poderiam dificultar o adimplemento das obrigações assumidas e formas de aperfeiçoamento desse instrumento para asseverar sua segurança jurídica.

⁹⁹ De acordo com Madrona, o Contrato de Suporte celebrado no âmbito do projeto da UHE Santo Antônio prevê que as obrigações decorrentes do referido contrato devem ser registradas nas demonstrações financeiras de cada uma das partes (*Contrato de suporte de acionistas cit.*, p. 30).

5.2.1 *Dificuldades apresentadas no caso concreto*

A partir da análise do Contrato de Financiamento e do Contrato de Suporte no caso concreto, é possível verificar que a estrutura societária constituída para a execução do projeto trata de estrutura bastante complexa, que dificulta a exequibilidade do compromisso de aporte.

Tal complexidade é retratada, inclusive, quando da descrição da obrigação principal de aporte, tendo em vista que esta pode ocorrer de duas formas: (i) aporte de recursos na SPE com a finalidade de subscrever e integralizar quotas seniores no Fundo de Investimento; e (ii) aporte de recursos no Fundo de Investimento, mediante subscrição e integralização de Quotas Mezanino. Destaca-se que, na primeira forma de aporte (aporte de capital na SPE), tem-se ainda a opção de efetuar o aporte por meio de aumento de capital ou mútuo subordinado.

Assim, caso os recursos sejam aportados primeiramente na SPE, faz-se necessária não só a concessão do mútuo ou integralização de capital na SPE, mas também a integralização de novas quotas no Fundo de Investimentos, tornando o processo ainda mais burocrático e demorado.

Além da dupla camada para que os recursos possam atingir a função destes almejada (fazer frente a eventuais sobrecustos do processo de construção do empreendimento), o Contrato de Suporte no caso concreto, quando prevê o aporte primeiramente na SPE, apresenta as seguintes fragilidades:

(a) Aporte de capital no veículo executor do projeto

O Contrato de Suporte no caso concreto prevê o aporte de capital pela OPI na SPE, que figura no Contrato de Financiamento como a devedora principal do financiamento, ou Fundo de Investimento, veículo utilizado para execução do projeto e detentor de todos os ativos do referido projeto.

A estrutura societária complexa dificulta a operacionalização do aporte, tendo em vista que, para que os recursos sejam recebidos em seu destino final, faz-se necessário que a operação de aporte seja validada tanto pelas acionistas da SPE quanto pelos quotistas do Fundo de Investimento, adicionando a dupla camada de burocracia mencionada anteriormente.

(b) Valor de emissão das ações e valor das quotas do fundo

Apesar de determinar os parâmetros para cálculo do valor de emissão das ações, o Contrato de Suporte deixa a critério da OPI a definição da forma de cálculo, se por valor patrimonial ou econômico, sendo para o último necessária a emissão de laudo de avaliação a ser aceito pela Jequitibá.

Ademais, posteriormente à integralização pela OPI do preço de emissão das ações da SPE, deve-se providenciar a emissão e integralização de novas quotas seniores no Fundo de Investimento, conforme aplicação prevista no Contrato de Suporte.

Para esse procedimento, o contrato é silente quanto ao valor das novas quotas emitidas ou à forma utilizada para chegar a tal valor, bem como deixa de prever as minutas de assembleia geral de quotistas para emissão das referidas quotas e boletim de subscrição destas, o que tornará necessária, para a formalização da subscrição, a negociação entre as partes quanto a esses pontos.

(c) Exigência de aporte por mútuo

O Contrato de Suporte prevê, ainda, que, caso a integralização de capital não seja efetuada no prazo máximo de 30 dias a contar da notificação da CEF, a OPI deverá adimplir a obrigação de aporte por meio da celebração de contrato de mútuo a ser realizado com a SPE.

Importante salientar, porém, que, apesar de a previsão parecer propiciar maior segurança à CEF, tendo em vista que, na hipótese de inadimplemento da integralização, esta poderia requerer a tutela específica para assegurar a celebração do contrato de mútuo, no momento em que o valor mutuado é entregue à SPE, tem-se novamente a necessidade de negociar o valor de emissão das Quotas Seniores, uma vez que, para que os recursos sejam utilizados para pagamento de sobrecustos da construção do projeto, estes precisam ser integralizados no Fundo de Investimento.

Entretanto, conforme tratado anteriormente, a CEF possui como forma de pressionar o adimplemento do compromisso de aporte a possibilidade de vencer antecipadamente a dívida, caso o Contrato de Suporte seja revogado, rescindido, nulo, inexequível ou inadimplido pela patrocinadora, conforme redação prevista na cláusula apresentada na Figura 6:

Figura 6 – Trecho da Cláusula Décima Sétima do Contrato de Financiamento

**CLÁUSULA DÉCIMA SÉTIMA
VENCIMENTO ANTECIPADO**

Observado eventual período de cura previsto neste CONTRATO, o AGENTE FINANCEIRO poderá declarar antecipadamente vencido este CONTRATO, com a sustação de qualquer desembolso e imediata exigibilidade da dívida, independentemente de aviso, notificação judicial ou extrajudicial, se for comprovada a ocorrência de qualquer dos seguintes eventos:

- j) Inadimplemento, da OPI, da ODB ou da JEQUITIBÁ, das obrigações mencionadas no CONTRATO DE SUPORTE, nas condições e no prazo ali estipulados, não sanado dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis contados da data do recebimento pela BENEFICIÁRIA da notificação de inadimplemento a ser enviada pelo AGENTE FINANCEIRO;
- k) Caso o AGENTE FINANCEIRO solicite ao FUNDO a substituição do CLUBE, na qualidade de operador e comercializador da ARENA, nas hipóteses previstas no contrato de comercialização, e tal substituição não ocorra no prazo de 180 (cento e oitenta) dias contados da solicitação do AGENTE FINANCEIRO após a data em que a destituição do CLUBE seja contratualmente admissível nos termos de tal instrumento, prorrogáveis, a critério do AGENTE FINANCEIRO, por igual período por motivo justificado;

Fonte: Contrato de Financiamento Mediante Repasse n.º 417.355-11, celebrado entre a CEF e Arena Itaquera S.A., juntado nos Autos do Processo n.º 5015447-87.2019.4.03.6100, em trâmite perante a 24.ª Vara Cível Federal da Subseção Judiciária de São Paulo.

Ainda que o objetivo do financiador não seja vencer antecipadamente a dívida, este pode ser utilizado como forma de incentivar os devedores a adimplir com suas obrigações, uma vez que, caso efetivamente declarado, os financiadores terão acesso às demais garantias ofertadas no âmbito da operação.

5.2.2 *Aperfeiçoamento do Contrato de Suporte*

O Contrato de Suporte, conforme se verificou no decorrer das análises feitas no presente trabalho, trata-se de uma garantia válida e eficaz, a qual, ainda que utilizada de maneira a respeitar os preceitos básicos de limitação de responsabilidade de um *Project Finance*, pode oferecer ao financiador, de forma adequada, a segurança necessária à fase de construção do projeto.

Visando a propiciar a segurança jurídica do Contrato de Suporte, bem como simplificar sua operacionalização na hipótese de ocorrência de algum dos eventos gatilhos do aporte de capital, deverão ser observadas as seguintes condições:

- (i) Possuir como signatários do contrato de suporte o veículo no qual será aportado o capital, a totalidade de sócios, as patrocinadoras (caso estas não sejam sócias diretas do veículo) e o financiador.
- (ii) A forma da realização do aporte, valor a ser aportado ou a forma de cálculo deste, hipóteses deflagradoras do suporte e prazo para efetuar o aporte.
- (iii) Aporte de capital efetuado pelo patrocinador diretamente na executora e detentora dos ativos do projeto. Essa medida visa reduzir as burocracias de aprovação do aporte de recursos no veículo responsável pela execução do projeto.
- (iv) Previsão expressa da aplicação de recursos para cobrir os Eventos de Suporte efetivamente materializados e disposição que preveja que a referida subscrição de aporte de capital decorre de estipulação em favor de terceiro, sendo facultado ao financiador exigir o cumprimento da integralização do aporte.
- (v) Renúncia expressa de direito de preferência, caso o aporte não seja exigido de todos os sócios da executora do projeto.
- (vi) Modelos de atas de aprovação de aumento de capital, emissão de ações ou quotas.
- (vii) Modelo de Contrato de Mútuo, contendo cláusulas de subordinação ao financiamento, prazo de pagamento, correção do valor e forma de utilização dos recursos, devendo ser mantido em aberto tão somente o valor mutuado.
- (viii) Modelos de boletins de subscrição contendo o preço de emissão das ações/quotas, a espécie das ações/quotas, previsão expressa de integralização à vista, na data da subscrição, bem como de disposição que preveja que a referida subscrição de aporte de capital decorre de estipulação em favor de terceiro, sendo facultado ao financiador exigir o cumprimento da integralização do aporte.

CONCLUSÃO

O presente trabalho analisa criticamente a utilização, no Brasil, do Contrato de Suporte como garantia ao *Project Finance*, avaliando, por meio do estudo de caso concreto, o contexto de uso de tais instrumentos, seu objetivo, classificação, vantagens e riscos e a exequibilidade de tais garantias.

As análises anteriormente mencionadas partiram do estudo de caso, da doutrina e da legislação vigente, com o principal objetivo de verificar: (i) o cumprimento do objetivo do Contrato de Suporte como garantia; (ii) a relação de tal garantia com os demais contratos celebrados no âmbito do projeto; e (iii) a segurança jurídica e consequente exequibilidade do Contrato de Suporte.

No decorrer da pesquisa, foi possível verificar que o modelo de *Project Finance* aplicado pelo sistema brasileiro possui dificuldades de observar a principal premissa desse tipo de financiamento, qual seja, a limitação da responsabilidade das patrocinadoras e seus sócios. Tal ponto fica evidente quando se identifica que um dos maiores financiadores de projetos do Brasil, o BNDES, utiliza-se das garantias fidejussórias como regra para a concessão desse tipo de financiamento.

A dificuldade na observância da premissa de limitação de responsabilidade afeta diretamente as garantias constituídas para a concessão desse tipo de financiamento, não sendo diferente quando analisados os Contratos de Suporte.

O compromisso de aporte como garantia ao *Project Finance* tem como propósito oferecer aos financiadores a garantia de que as patrocinadoras estão comprometidas com a conclusão do projeto, assegurando estas últimas que a sociedade executora possuirá os recursos necessários para fazer frente à eventual materialização de riscos específicos que não puderam ser transferidos para outros atores pertencentes à rede contratual do projeto financiado.

Entretanto, no Brasil, o Contrato de Suporte surgiu com o intuito de substituir a fiança, garantia utilizada como regra para a concessão de financiamentos de projetos pelo BNDES. Nesse contexto, o Contrato de Suporte passa a ter o simples objetivo de, assim como a fiança, assegurar o adimplemento do serviço de dívida, e não o de fazer frente a riscos específicos do projeto, tendo como principal benefício aos garantidores, se comparado à fiança, sua

característica de garantia *off-balance sheet*. Vale destacar, porém, que o gozo de tal benefício se torna cada vez mais desafiador, tendo em vista a adoção do IFRS pelo Brasil.

Ressalta-se, porém, que tal característica não se trata de regra, tendo em vista que os financiadores têm a possibilidade de prever em contrato a necessidade de tal instrumento ser listado nas demonstrações financeiras das garantidoras, com o objetivo de dar mais transparência à situação financeira da patrocinadora.

Além disso, os Contratos de Suporte, diferentemente da fiança, possuem uma operacionalização muito mais complexa, caso materializado o risco que este visa garantir, pois dependerá de diversos atos internos a serem realizados pela sociedade que receberá o aporte de capital, seus sócios, e por aquela que efetuará o referido aporte de capital.

A complexidade em sua operacionalização gera diversas dúvidas acerca da exequibilidade, uma vez que se questiona a legitimidade do financiador, terceiro não pertencente à relação societária interna (entre sociedade aportada e patrocinadora), para exigir o cumprimento do Contrato de Suporte.

No entanto, conforme demonstrado no presente trabalho, o Contrato de Suporte, apesar de sua operacionalização complexa, trata-se de uma garantia válida, eficaz, exequível e capaz de oferecer garantia a riscos específicos, sem que importe na desnaturalização do modelo de *Project Finance*. Para tanto, recomendam-se as seguintes cautelas na elaboração do instrumento:

- **Eventos de Suporte:** manter como hipóteses deflagradoras da obrigação de aporte de capital riscos específicos do projeto e, na hipótese de atrelar os eventos de suporte ao serviço de dívida, garantir que este seja limitado ao fim da fase de construção.
- **Signatários:** possuir como signatários do contrato de suporte o veículo no qual será aportado capital, a totalidade de sócios, as patrocinadoras (caso estas não sejam sócias diretas do veículo) e o financiador.
- **Forma de realização do aporte:** definir a maneira como o aporte será realizado (se por aumento de capital ou mútuo) ou, na hipótese de estabelecida mais de uma forma, prever critério objetivo que determinará qual deverá ser utilizado caso a patrocinadora não o faça em prazo preestabelecido no contrato.

- **Valor e prazo do aporte:** estabelecer a fórmula para cálculo do valor do aporte e o prazo para que seja efetuado.
- **Aporte direto:** aporte de capital efetuado pelo patrocinador diretamente na executora e detentora dos ativos do projeto.
- **Aplicação dos recursos:** previsão expressa da aplicação de recursos.
- **Estipulação em favor de terceiro:** disposição que preveja que a referida subscrição de aporte de capital decorre de estipulação em favor de terceiro, sendo facultado ao financiador exigir o cumprimento da integralização do aporte.
- **Direito de preferência:** renúncia expressa de direito de preferência, caso o aporte não seja exigido de todos os sócios da executora do projeto.
- **Minutas e previsão das condições comerciais dos instrumentos definitivos:** incluir como anexo ao Contrato de Suporte as minutas de assembleia geral, boletim de subscrição, contrato de mútuo, bem como o valor das ações a serem subscritas, a taxa de juros aplicável, prazo de integralização ou pagamento, conforme o caso.
- **Cláusula de mandato e procuração:** incluir cláusula de mandato e procuração outorgada pela pessoa obrigada a realizar os aportes, bem como dos demais sócios da sociedade em que será aportado o capital, para que a financiadora possa realizar em nome destes todos os atos necessários à formalização do aporte.

Assim, considerado o cumprimento das recomendações supralistadas, é possível que o financiador não só observe as premissas de um *Project Finance*, como também propicie a segurança jurídica necessária ao Contrato de Suporte em caso de eventual necessidade de execução na hipótese de inadimplemento pelas patrocinadoras ou seus sócios.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Financiamento de projetos na modalidade *project finance* alcança R\$ 39 bilhões em 2019. *Boletim de Financiamento de Projetos*, ago. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/financiamento-de-projetos-na-modalidade-project-finance-alcanca-r-39-bilhoes-em-2019.htm. Acesso em: 20 jun. 2021.

BONOMI, Cláudio A.; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. 4. ed. São Paulo: All Print, 2018.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>. Acesso em: 14 jun. 2021.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução CMN n.º 3.801/2009, de 28 de outubro de 2009. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3776>. Acesso em: 9 jul. 2021.

BRASIL. BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 15 jul. 2021.

BRASIL. BNDES. Programa BNDES ProCopa Arenas, Operação n.º 3.998.961. Responsável Rodolfo Torres. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-op-dir-ind-nao-aut>. Acesso em: 15 jul. 2021.

BRASIL. Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm Acesso em: 10 fev. 2015.

BRASIL. Lei n.º 13.105, de 16 de março de 2015. Código de Processo Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm. Acesso em: 10 fev. 2015.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 9 jul. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 856826/DF. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. *DJ* 19.02.2008. *DP* 05.11.2008. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200601170246&dt_publicacao=05/11/2008. Acesso em: 9 jul. 2021.

BRASIL. 24.^a Vara Cível Federal da Subseção Judiciária de São Paulo. Ação de Execução n.º 5015447-87.2019.4.03.6100. Disponível em: <http://pje1g.trf3.jus.br:80/pje/Processo/ConsultaDocumento/listView.seam?x=19082220300089900000019304757>. Acesso em: 14 nov. 2020.

CHOWDHURY, Abu Naser; CHEN, Po-Han. Special Purpose Vehicle (SPV) of Public Private Partnership Projects in Asia and Mediterranean Middle East: Trends and Techniques. *International Journal of Institutions and Economies*, v. 2, n. 1, p. 83, p. 64-88, Apr. 2010.

COSTA, Rickie Viana. *Project Finance* no Brasil: um estudo de caso dos processos e mecanismos que tornaram viável o financiamento de dois portos privados em um banco brasileiro. 2016. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2016.

DELMON, Jeffrey. *Private sector investment in infrastructure: project finance, PPP projects and risk*. 2. ed. London: Kluwer Law International, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada: arts. 1.º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. I.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance e suas novas tendências no Brasil*. In: CARVALHO, André Castro; MORAES E CASTRO, Leonardo Freitas de (coord.). *Manual de Project Finance no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 517-544.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Curso de direito civil: contratos*. 7. ed. Salvador: JusPodivm, 2017.

FERNANDES, Wanderley. *Cláusula de exoneração e limitação de responsabilidade*. São Paulo: Saraiva, 2013.

FERNANDES, Wanderley; OLIVEIRA, Jonathan Mendes. *Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. São Paulo: Saraiva, 2007. (Série GV Law.).

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Direito societário: sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. (Série GV Law.) Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502227316/>. Acesso em: 25 jun. 2021.

FINNERTY, John D (Ph.D.). *Project financing: asset-based financial engineering*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2007.

FRISCHTAK, Cláudio; DAVIES, Katharina. O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento. In: PINHEIRO, Armando Castelar; FRISCHTAK, Cláudio (org.). *Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014. p. 39-61.

GATTI, Stefano. *Project Finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Oxford: Academic Press, 2008.

GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Grupo GEN/Forense, 2019. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530986735/>. Acesso em: 6 fev. 2022.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro: contratos e atos unilaterais*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 3.

HOFFMAN, Scott L. *The law and business of international Project Finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participant*. 2. ed. Ardsley, NY: Transnational Publishers and Kluwer Law International, 2001.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Redes contratuais no mercado habitacional para consumo*. 2001. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MADRONA, Ricardo. *Contrato de suporte de acionistas*. 2016. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2016.

MARTINEZ, Pedro Romano; PONTE, Pedro Fuzeta da. *Garantias de cumprimento*. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2006.

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

PASSOS, Carlos Eduardo da Rosa Fonseca. Métodos de cumprimento da tutela específica. *Revista EMERJ*, v. 11, n. 42, 2008. Disponível em: emerj.tjrj.jus.br/revista_emerj_online/edicoes/revista42/Revista42_72.pdf. Acesso em: 26 fev. 2022.

PELA, Juliana Krueger. O contrato preliminar. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLII, n. 130, p. 230-235, abr./jun. 2003.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: parte especial*. Atualizado por Bruno Miragem. São Paulo: RT, 2012. t. XLII.

SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantia das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para sua reforma*. São Paulo: Editora IASP, 2017.

VINTER, Graham. *Project Finance: a legal guide*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2006.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.