

ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA NO PROJECT FINANCE NO BRASIL

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 51/2011 | p. 131 - 156 | Jan -
Mar / 2011
DTR\2011\1112

Luciano Benetti Timm

Pós-doutor em Direito e Economia pela UC Berkeley. Doutor em Direito dos Negócios pela UFRGS/USP. Mestre em Direito Civil pela UFRGS. LL.M em International Economic Law pela Warwick University. Professor em Direito dos Contratos na PUC-RS. Advogado.

Anderson Jardim D'Avila

Pós-graduando em Direito Empresarial pela UFRGS. Diplomado em International Mergers and Acquisitions pela New York University. Advogado.

Área do Direito: Financeiro e Econômico

Resumo: Cada vez mais o Project Finance vem sendo utilizado como alternativa eficaz aos métodos convencionais de financiamento de projetos. Como em toda relação contratual complexa e de conteúdo econômico, uma das questões mais relevantes na estruturação de uma operação de Project Finance é o conjunto de garantias oferecidas aos credores para proteger o financiamento concedido ao investidor. Analisando as figuras de uma específica garantia, a alienação fiduciária, verificar-se-á a importância do instituto fiduciário para os negócios contemporâneos, bem como a adaptação do negócio jurídico à realidade econômica. Mediante revisão de literatura nacional e internacional e do estudo de um caso concreto, o artigo faz um apanhado da estruturação jurídica de um Project Finance no Brasil.

Palavras-chave: Project Finance - Financiamento de projetos - Garantias - Alienação fiduciária.

Abstract: Increasingly, Project Finance has been used as an effective alternative to conventional methods of financing infrastructure projects. As in any contractual obligation with economic content and complexity, one of the most important issues in structuring a Project Finance transaction is the collaterals and guarantees to be offered to creditors to protect the loan granted to the investor (sponsor). Analyzing a specific guarantee, "Retention of the Title", it will verify the importance of the fiduciary legal institutions for contemporary business. Upon review of domestic and foreign literature, this paper provides an overview of the legal structure of Project Finance.

Keywords: Project Finance - Collaterals and guarantees - Retention of the title.

Sumário:

1. INTRODUÇÃO - 2. FUNDAMENTOS DO PROJECT FINANCE - 3. GARANTIAS NO PROJECT

FINANCE - 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS - 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. INTRODUÇÃO

O tema deste trabalho torna-se, a cada dia, mais relevante para o mercado de investimentos no Brasil, considerando a crescente tendência dos grandes investimentos na América Latina, principalmente no setor de infraestrutura, serem estruturados a partir de complexas e atípicas engenharias financeiras.

Nesse diapasão, surge o *Project Finance*, que vem sendo implementado na prática dos negócios no Brasil após o processo de privatização, quando os setores de infraestrutura, que passavam a ser explorados pela iniciativa privada, necessitaram de novas fontes de financiamento, uma vez que o modelo tradicional havia se esgotado ou se mostrava insuficiente para essa nova realidade.¹

É a chegada da globalização econômica e de seus efeitos na prática jurídica, conforme já sugeriu Faria.² Foi-se o tempo do direito romano e da tipicidade contratual, passando essas novas figuras a serem moldadas a partir do interesse e das necessidades econômicas das partes, como, inclusive, já demonstramos em outros artigos,³ além de ser o tema de renomados autores.⁴

Embora o *Project Finance* seja uma considerável ferramenta para captação de grandes financiamentos, a realidade brasileira vem demonstrando a dificuldade que as instituições financiadoras têm em assumir uma posição de risco junto com os patrocinadores do projeto, exigindo, por isso, inúmeras formas de garantias de pagamento da dívida.

Dessa forma, visando o incentivo e atração de investimentos para o nosso país, é importante, então, verificar de que forma é possível conciliar os interesses dos investidores, com os das instituições de crédito, e identificar as principais garantias normalmente exigidas, no sentido de fomentar uma maior viabilização da concessão de tais financiamentos.

A partir da análise das Leis 4.728, de 14.07.1965, 9.514, de 20.11.1997, 11.076, de 30.12.2004, o foco de análise aqui será o instituto da alienação fiduciária, dada sua utilidade prática e sua complexidade jurídica.

Ainda, verificar-se-á a utilização desta garantia nos patrimônios de afetação, prevista na Lei 10.931, de 02.08.2004, que consiste na adoção de um patrimônio próprio para cada empreendimento e que possibilita uma maior margem de criatividade para utilização da alienação fiduciária, em especial à sua aplicação sobre bens futuros.

Para isso, será analisada, inicialmente, a definição do *Project Finance*, seus elementos, estrutura básica e fontes de financiamento, contrapondo-o ao financiamento convencional. Após, abordar-se-á a alienação fiduciária em garantia, que é um importante instituto do qual os financiadores podem se valer para mitigar riscos de inadimplemento, principalmente naqueles projetos estruturados a partir de complexas engenharias financeiras, instituto aquele que vem se moldando às necessidades do mercado.

2. FUNDAMENTOS DO PROJECT FINANCE

2.1 Definição de Project Finance

Há uma tendência mundial de que os maiores empreendimentos têm se valido do financiamento *Project Finance*, *project-oriented* ou *project financing* devido à possibilidade de segmentar e compartilhar os diversos riscos decorrentes da implementação e operação dos projetos.

Conforme explica Azeredo,⁵ o *Project Finance* consiste em uma modalidade específica de financiamento de projetos, pois a utilização da expressão financiamento de projetos também pode abranger outras alternativas disponíveis, tais como a utilização de recursos próprios dos sócios para tocar um projeto sob a forma de subscrição de títulos subordinados ou instrumentos mais elaborados como a securitização de recebíveis.

De acordo com Finnerty,⁶ e na mesma linha que Hoffman,⁷ o *Project Finance* pode ser entendido como "a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa (*cash flow*) vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto".

Dessa forma, muito embora a principal característica do *Project Finance* seja a obtenção de um financiamento garantido pela futura rentabilidade do projeto, vale dizer, pela produção que o empreendimento venha gerar (*production loan*), afirma Camargo,⁸ que o principal enfoque do *Project Finance* é baseado no valor do ativo do projeto (*asset*), que recai principalmente sobre a concessão do serviço ao patrocinador, área e instalações da concessão do serviço, e, portanto, dependente substancialmente de certas garantias, embora não usuais.

Tal ideia, reconhece-se, fere a noção tradicional da dogmática jurídica brasileira, como veremos adiante, que repousa sobre a ideia de tipicidade cerrada das garantias pessoais e reais, ao contrário do sistema anglo-americano de *common law*, muito mais flexível no que tange à constituição das mais diversas garantias contratuais.

Para evitar que seja mal-empregado, como bem complementa Finnerty, é necessário compreender o que o termo não significa. Segundo o autor, o *Project Finance* não é uma alternativa para financiar aqueles projetos que não podem ser financiados pelas bases convencionais, ou que sejam tão fracos economicamente que não conseguiriam atender às dívidas ou fornecer uma taxa de retorno aceitável aos investidores de capital.⁹

Também quanto à adequação do *Project Finance* como alternativa de financiamento, Finnerty¹⁰ explica ainda que os candidatos ideais a um *Project Finance* são os projetos de investimentos em bens de capitais que (a) sejam capazes de funcionar como unidades econômicas independentes; (b) possam ser concluídos com alguma certeza; e (c) quando concluídos, sejam comprovadamente mais lucrativos do que seu custo de realização.

Assim, percebe-se que o *Project Finance* torna-se uma alternativa diferente no financiamento de projetos, dada a possibilidade de estruturação de arranjos contratuais para a segmentação e compartilhamento de riscos, e principalmente no que se refere às garantias, a estruturação e engenharia de novas figuras, a partir do aperfeiçoamento e adaptação da realidade brasileira.

É principalmente esta diferença que faz do *Project Finance* uma forma de financiamento inédita, na qual o financiador assume juntamente com o patrocinador ¹¹ os riscos do projeto a ser financiado, originando, assim, uma complexa engenharia dos recursos jurídicos.

2.2 Comparação entre Project Finance e Financiamento Corporativo

Entendida a definição do *Project Finance*, é importante traçar uma distinção entre as demais formas de financiamento. Segundo identifica Hoffman, ¹² duas são as principais formas de financiamento corporativo que o *Project Finance* pode ser confundido, quais sejam: o financiamento *balance sheet* e o *asset-based finance*.

O financiamento *balance sheet* é a forma de financiamento pela qual o tomador do empréstimo precisa demonstrar garantias de ativos suficientes para alavancar o capital junto à instituição financeira. Explica Hoffman que este tipo de financiamento está em contraste com o *Project Finance*, pois a decisão a ser tomada pelos provedores do recurso para concessão ou não do empréstimo terá como base a análise do balanço patrimonial da empresa, e não o que a empresa pode vir a gerar com a utilização do financiamento.

Já na segunda forma de financiamento corporativo, o *asset-based finance*, o financiamento é fundado no valor dos ativos a serem financiados, enquanto que no *Project Finance* o provedor do recurso avalia primeiramente a habilidade de um projeto gerar receita para satisfação do crédito.

Dessa forma, observa-se que nos modelos tradicionais o financiamento é concedido depois de verificadas as qualidades do patrocinador e da entidade jurídica pertencente. Já no *Project Finance*, o financiamento é concedido geralmente a uma nova entidade criada para o projeto, como as Sociedades com Propósitos Específicos, ¹³ em que a futura rentabilidade do projeto, ou seja, o fluxo de caixa a ser gerado com o empreendimento, bem como do valor do ativo do projeto, constituem as principais garantias concedidas aos financiadores.

Por isso, como se pode observar, a principal diferença entre as duas formas de financiamento reside nas garantias de retorno do capital financiado. Enquanto que no financiamento convencional o financiador toma a decisão para a concessão do empréstimo com base nas garantias oferecidas pela empresa, examinando principalmente a capacidade que a empresa tem para satisfazer os seus débitos, no *Project Finance*, mediante a exigência de maior remuneração pelo risco enfrentado, ¹⁴ o financiador analisa individualmente a capacidade que o empreendimento tem de gerar *cash flow* após o início das suas atividades.

Portanto, não se trata o *Project Finance* de um negócio sem garantias (pelo menos no sentido genérico da expressão). Por isso, cabe agora o classificarmos de acordo com tais garantias, ainda que diversas dos modelos convencionais previstos no direito brasileiro.

2.3 Classificação do Project Finance de acordo com as garantias

Essa classificação recai basicamente sobre as garantias que são oferecidas pelos patrocinadores do projeto, os *sponsors*, aos financiadores do empreendimento, ¹⁵ sendo de extrema importância para entender a alienação fiduciária em garantia.

Para tanto, Hoffman ¹⁶ identifica duas espécies de *Project Finance*, quais sejam: o *nonrecourse*, conhecida no Brasil como o financiamento sem direito de garantia real ou pessoal frente ao acionista ou patrocinador, e a *limited-recourse*, sendo este o financiamento com limitado direito de garantia específica frente ao acionista ou patrocinador. Além de reconhecer essas duas espécies, Bonomi ¹⁷ ainda acrescenta uma terceira, a chamada *full-recourse*, com garantias específicas totais junto ao acionista ou patrocinador.

O *Project Finance nonrecourse* é o tradicional modelo deste tipo de financiamento, em que os recursos gerados futuramente pelo empreendimento servem como principal garantia para a satisfação do empréstimo concedido pela instituição financeira. Em outras palavras, a garantia fundamental concedida pelo patrocinador do projeto é o fluxo de caixa do próprio projeto, não recaindo qualquer responsabilidade pelo pagamento da dívida sobre o patrocinador, mesmo nos casos em que o *cash flow* do projeto for insuficiente para satisfazer o empréstimo. ¹⁸

Na espécie *limited-recourse*, que é a forma mais utilizada neste tipo de financiamento, há obrigações e responsabilidades limitadas ao patrocinador do projeto, que servem como condições ao financiamento. Ou seja, de forma a mitigar os riscos enfrentados, os provedores de recurso podem se valer de certas garantias a fim de evitar ter de suportar sozinhos os riscos decorrentes de todas as fases do projeto. Hoffman ¹⁹ cita o seguinte exemplo: "se os financiadores perceberem que um risco substancial existe durante a fase de construção do projeto, eles podem requerer ao patrocinador do projeto que esse concorde em suportar financeiramente os riscos que venham a ser materializados nesta fase". Assim, o financiador condicionaria o prosseguimento do financiamento ao patrocinador mediante a garantia de viabilização e continuação do empreendimento, disponibilizando o restante dos recursos após a superação do risco ou conclusão de determinada etapa do projeto, tornando-se, posteriormente, um projeto *nonrecourse*.

Já no caso do *full-recourse*, os credores contam, além dos recursos gerados pelo empreendimento, com garantias convencionais concedidas pelos acionistas e patrocinadores que cobrem a totalidade das obrigações do tomador dos recursos. Dado a isso, essa modalidade não é identificada pela maioria dos autores ²⁰ na classificação de acordo com as garantias, já que se afasta da ideia do *Project Finance*, que como visto anteriormente, é um financiamento no qual a garantia recai primordialmente sobre o empreendimento.

Ainda quanto a essas modalidades, é importante observar que embora no modelo clássico de *Project Finance* o patrocinador do projeto não garanta com o seu patrimônio o retorno do financiamento à instituição financeira que viabiliza o desenvolvimento do projeto, no Brasil, curiosamente, não é o modelo frequentemente adotado pelos participantes. É usual, conforme assevera Moreira, num *Project Finance*, "o oferecimento temporário e/ou proporcional por parte dos players de garantias tradicionais ou específicas". ²¹

Nota-se, assim, que o oferecimento de garantia neste tipo de estruturação não é essencial, mas de forma a mitigar eventuais riscos a serem suportados pelos envolvidos, acaba se tornando normal, pelo menos em algumas fases do projeto, que o financiador condicione a liberação do crédito conforme o andamento e superação de determinados riscos pelo

patrocinador.

2.4 Estrutura básica do contrato de financiamento estruturado com Project Finance

Dentre os elementos básicos que integram uma operação de financiamento estruturado com *Project Finance*, no que toca a este trabalho, cabe identificarmos, principalmente, os seguintes agentes: patrocinadores do projeto (*sponsors*) e financiadores (*lenders*).

O primeiro agente envolvido na estruturação do *Project Finance* é o patrocinador do empreendimento, desenvolvedor ou acionista (*project sponsor* ou apenas *sponsor*), que é "a entidade, ou o grupo de entidades, interessadas no desenvolvimento do empreendimento e que se beneficiarão, dentre outras formas, economicamente, desde o desenvolvimento geral, construção até a operação do projeto".²² É essa empresa ou um conjunto delas que vão criar uma empresa de propósito especial, também conhecida como *Project company*, para representá-las no projeto.

No Brasil, a *Project company* ou a Sociedade de Propósito Específico – SPE,²³ tem como principal ativo uma estação geradora de energia elétrica, estrada com pedágio ou outro item de infraestrutura. Segundo Hoffman, a *Project company* "é a entidade que desenvolverá, construirá, operará e manterá o projeto".²⁴ É também essa entidade que está sujeita a inúmeros fatores para a sua regularização no país em que for criada, como por exemplo, a sua regulamentação como sociedade estrangeira, quando for o caso.

Os financiadores do projeto são aqueles que financiam o empreendimento, provendo os recursos necessários aos patrocinadores do projeto.²⁵ Na estruturação de um *Project Finance*, o *sponsor* é encarregado de obter os recursos necessários para a implantação do projeto e cumpre duas principais funções: (a) a segregação dos riscos do projeto em uma única entidade, pois com a segregação, o único risco assumido pelos investidores é o relativo ao próprio projeto e ao valor inicialmente disponibilizado para a sua implementação; (b) o deslocamento do endividamento ocasionado pelo projeto para uma pessoa jurídica determinada, não contaminando, assim, o orçamento e o balanço das partes envolvidas.²⁶ Nota-se que os patrocinadores também podem figurar individualmente, ou num consórcio deles, como tomadores do financiamento.²⁷

2.5 Fontes de recursos para o financiamento

A disponibilidade de recursos financeiros para um projeto dependerá, como visto anteriormente, da capacidade de o patrocinador convencer os provedores de recursos de que o projeto é técnica e economicamente viável, e não de que eles detêm recursos suficientes para continuar o desenvolvimento do negócio mediante qualquer circunstância que venha a prejudicar a sua continuação.

Dentre os provedores de recursos, são inúmeras as possibilidades que o patrocinador pode se valer para captar o crédito necessário para o desenvolvimento de um projeto.²⁸ No país, dentre os principais financiadores, pode-se identificar as figuras dos bancos comerciais e do Banco Nacional de Desenvolvimento Social e Econômico – BNDES.

Ao contrário dos Estados Unidos, onde os bancos comerciais mostram-se dispostos a assumir os riscos decorrentes dos empreendimentos juntamente com os investidores, no

Brasil, eles costumam atuar como financiadores de última instância, geralmente como repassadores do financiamento (*arranging Banks*) concedido pelos bancos de fomento, como o BNDES. Nesses casos, mediante uma razoável taxa de serviço, eles fazem a intermediação da relação, repassando o financiamento conforme o andamento do empreendimento.

Além dos bancos comerciais, outro importante financiador é o BNDES, considerado o financiador de primeira instância de *Project Finance* no país.²⁹³⁰ Esse Banco tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais.

Vejamos agora como estes conceitos econômicos podem ser absorvidos pelos institutos jurídicos tradicionais e como acabou engendrando novas modalidades de garantia.

3. GARANTIAS NO PROJECT FINANCE

3.1 Os arranjos de garantias no Project Finance

Os financiadores, como visto no item anterior, geralmente fornecem a maior parte do capital de um projeto, motivo pelo qual eles estão interessados primeiramente em receber um retorno sobre esse capital. Aliás, como ensina a literatura de *law and economics* ao tratar dos contratos como um caso de eficiência paretiana, as partes tendem a não fazer voluntariamente acordos para ficar em posição pior a que se encontravam antes do negócio ser executado. Por isso, a primeira preocupação do financiador naturalmente é não perder, dada a natural aversão ao risco dos agentes econômicos.

Entretanto, embora preparados para assumir certos riscos de crédito, a estruturação do negócio requer a elaboração de uma rede de arranjos de garantia para isolá-los de todos os riscos não creditícios associados ao projeto.

Num *Project Finance*, os credores acabam por exigir dos patrocinadores, ou outras partes com capacidade de crédito envolvidas com o projeto, o fornecimento de garantias (em sentido amplo), geralmente através de obrigações contratuais, de que³¹ (a) o projeto será concluído independentemente de eventuais custos que excedam aqueles que foram projetados inicialmente; (b) o projeto, depois de concluído, irá gerar fluxo de caixa suficiente para satisfazer o financiamento; e (c) se por algum motivo, incluindo os de força maior, o projeto não puder continuar, ele continuará a pagar suas obrigações de serviço da dívida (e quitá-las integralmente dentro do prazo previsto).³²

Embora as instituições financeiras tenham o interesse primordial de assegurar o ressarcimento dos valores investidos e a compensação pelos riscos de crédito assumido, registra-se a mudança de ênfase de sua análise para a concessão do financiamento: não é o valor do bem dado em garantia o mais importante, e sim a capacidade do empreendimento financiado gerar o *cash flow*.³³ Assim é que, tomando um exemplo da indústria, no setor de energia elétrica, no financiamento de um Parque Eólico no Estado do Rio Grande do Sul, o pagamento do empréstimo depende, unicamente, da utilização do ativo para produção da energia e da respectiva garantia de venda da produção, e não do valor do parque eólico propriamente dito.

Entretanto, muito embora as obrigações assumidas tenham de ser garantidas exclusivamente pela rentabilidade do projeto em si, a prática tem demonstrado que surge a necessidade de garantias paralelas, de natureza real, outorgada sobre um bem, ou de natureza pessoal, outorgada genericamente sobre um patrimônio, forma pela qual se configuraria um *Project Finance* estruturado sob a forma *limited recourse*.³⁴

Dentre as garantias das quais podem se valer o financiador tem-se, primeiramente, a declaração de conclusão do projeto. Esta modalidade de garantia, embora não possa ser classificada como garantia em sentido estritamente jurídico, geralmente envolve uma obrigação de concluir o projeto ou então quitar toda sua dívida até a data especificada e acordada entre as partes – o que acaba repousando no dever geral de garantia patrimonial das obrigações entabuladas por contratos. Explica Finnerty³⁵ que normalmente os credores exigem que os patrocinadores assumam o compromisso de fornecer quaisquer recursos necessários à conclusão do projeto em conformidade com suas especificações, e colocá-lo em operação dentro do prazo especificado.

Nesse sentido, observa-se que acabará sendo necessário fazer uma consideração do balanço patrimonial³⁶ da empresa receptora do financiamento, já que além de existir um vínculo societário entre a empresa financiada e as empresas que a controlam, ela terá que, em alguns casos, dispor de recursos próprios quando o crédito obtido junto à instituição financeira se mostrar insuficiente. Isto é, muito embora não seja da natureza de uma operação de *Project Finance*, qualquer instituição financeira dificilmente vai querer assumir sozinha todos os riscos com um empreendimento sem ter certeza da realidade econômica do *sponsor* do projeto.

Do contrário, a instituição financeira estaria se afastando da sua finalidade, que é a captação e o repasse de recursos financeiros, e não o empreendedorismo característico das sociedades empresárias patrocinadoras dos projetos.

De qualquer sorte, muito embora o balanço patrimonial da empresa patrocinadora seja considerado na concessão do financiamento, repara-se certa peculiaridade quando comparado com os demais tipos de financiamentos. No caso do *Project Finance*, considera-se o balanço patrimonial unicamente para garantir que, se necessário, a empresa disporá de recursos próprios para continuar o desenvolvimento do projeto, e não para, em caso de inadimplemento, ter crédito suficiente para garantir o retorno do financiamento.

Isso porque, como visto anteriormente, a empresa constituída com o propósito específico para implementação do projeto responde apenas com o seu patrimônio, e não com o das empresas que a constituíram, muito menos com o patrimônio dos sócios dessas. Trata-se de um patrimônio de afetação, que foge à regra que o devedor responde por suas obrigações com todo o seu patrimônio, conforme impõem os arts. 391 e 597 do CC/2002 (LGL\2002\400).³⁷

Outra garantia que pode ser exigida do patrocinador é que o projeto seja capaz de gerar receita para cobrir a dívida contraída. Dessa forma, os contratos de compra e venda da produção gerada pelo empreendimento, como no caso de uma Usina Hidrelétrica, ou para a utilização de seus serviços, no de uma Rodovia, normalmente acabam constituindo uma das principais garantias da dívida do projeto. Quanto a essa garantia, Finnerty aduz que os

credores geralmente insistem que essas obrigações contratuais estejam em vigor, válidas e obrigatórias antes de qualquer saque das parcelas do financiamento.³⁸

Ainda, tem-se a garantia que recai diretamente nas instalações do projeto. Neste caso os credores exigem um envolvimento de garantia direta nas instalações do projeto, geralmente na forma de privilégio de satisfação de crédito sobre todas as suas instalações. Esse valor de garantia é limitado ao valor financiado ao patrocinador. Desta forma, terá o financiador, no limite do capital disponibilizado, privilégio de execução frente aos demais credores.

É na garantia direta nas instalações do projeto que, com efeito, surgem a figura da alienação fiduciária como instrumento de garantia do mercado investidor, protegendo o financiador da utilização indevida do financiamento para fins diversos do desenvolvimento do projeto e, ainda, concedendo a ele o direito de credor preferencial frente ao capital investido no desenvolvimento do projeto.

3.2 Alienação fiduciária em garantia no Project Finance

Introduzida na legislação na década de 60, período de grandes transformações de natureza econômica e financeira no país, época em que se criaram mecanismos de captação de recursos destinados ao desenvolvimento da indústria e do comércio (Lei do Mercado de Capitais, Lei de Seguros, Lei de Reforma Bancária), a alienação fiduciária em garantia veio a suprir a necessidade de garantias mais eficazes no Direito brasileiro, como forma de estimular a celebração de negócios necessários ao financiamento da atividade industrial, em um ambiente no qual os agentes econômicos tivessem maior segurança jurídica em casos de inadimplemento e maior rapidez na recuperação do crédito.

A alienação fiduciária em garantia, como já explicamos em outra oportunidade,³⁹ consiste, basicamente, na constituição – com escopo de garantia – de uma propriedade fiduciária sobre uma coisa (móvel ou imóvel) adquirida pelo devedor (denominado "fiduciante") e financiada por instituição financeira (denominada "fiduciário") através da qual esta passa a ser considerada pela lei como proprietária (a "propriedade fiduciária"), temporária e condicionalmente (enquanto perdurar o débito), ficando o devedor fiduciante na posse direta e na fruição do bem, cujo domínio lhe será automaticamente consolidado na hipótese de quitação do débito (caráter "resolúvel"), através da resolução da propriedade que se encontrava atribuída ao credor fiduciário, ou com o inadimplemento contratual, caso em que se consolida a propriedade em nome do credor fiduciário.

Como espécie de negócio fiduciário,⁴⁰ a alienação fiduciária foi introduzida na legislação pátria através da Lei 4.728, de 14.07.1965, que disciplina e estabelece medidas para o desenvolvimento do Mercado de Capitais, com função específica de "dar garantia real aos contratos de financiamento direto ao consumidor na aquisição de utilidades e bens móveis duráveis".⁴¹

Posteriormente, em meio às alterações legislativas, teve sua última alteração dada pela Lei 11.076, de 30.12.2004, que ampliou as hipóteses de incidência da alienação fiduciária para os bens imóveis, com vista a criar "as condições necessárias para a revitalização e expansão do crédito imobiliário".⁴²

A vantagem dessa garantia frente ao penhor e à hipoteca é que o bem alienado

fiduciariamente não integra a massa falida do devedor, podendo ser, segundo prevê o art. 7.º do Dec.-lei 911, de 01.10.1969, e o art. 85 da Lei de Falências, Lei 11.101, de 09.02.2005, objeto de pedido de restituição por parte do credor fiduciário.

Com isso, percebe-se que o instituto é dotado de mais eficácia se comparado com as garantias reais imobiliárias previstas na legislação. Isso porque, conforme aduz Chalhub, enquanto que nas garantias como a hipoteca, o devedor retém o bem, apenas gravando-o para garantia de uma obrigação, na propriedade fiduciária o devedor transmite a propriedade, passando-a ao credor para que fique com este até que seja satisfeita a obrigação.

Nesse sentido, importante perceber que o bom funcionamento do mercado, onde haja estímulo para novos negócios, depende de garantias ágeis que permitam uma rápida recuperação de crédito para os provedores de recursos. A própria literatura de *Law and Economics*, entendendo as garantias como problemas institucionais, demonstra que um melhor sistema de garantias contratuais tende a estimular as relações das mais diversas formas.⁴³

No *Project Finance*, os investidores, mesmo que dotados de grande poder aquisitivo, também necessitam de crédito para o desenvolvimento dos projetos. Nesse contexto, precisam de um ambiente jurídico aperfeiçoado que permita o estabelecimento de relações contratuais próprias e condizentes com uma economia moderna. Assim, de um lado, tem-se o investidor em busca de crédito, em um tipo de financiamento que exige a estruturação de garantias mais complexas que aquelas tradicionais previstas na legislação brasileira. Já do outro lado, tem-se a instituição financiadora do projeto, que exige garantias eficientes de adimplemento do capital concedido ao investidor.

Diante disso, percebe-se a necessidade, em caso de inadimplemento do devedor, da instituição financiadora do projeto se valer de meios rápidos e eficazes para buscar junto ao patrimônio do patrocinador do projeto o valor que despendeu com o desenvolvimento do empreendimento.

Desta forma, a alienação fiduciária surge, como dito, "uma espécie de negócio em que se utiliza a transmissão da propriedade para fins de garantia".⁴⁴ Assim, o financiador do projeto tem garantia de que o valor por ele concedido ao patrocinador do projeto será utilizado para uma finalidade determinada e, conseqüentemente, o valor despendido com os bens, tanto imóveis quanto móveis, que tenham origem no financiamento, serão dados em garantia fiduciária ao financiador, que terá mitigado o risco de inadimplemento.

Nesse tipo de financiamento, a alienação fiduciária em garantia envolve, em geral, três sujeitos: o patrocinador do empreendimento – interessado em adquirir um ativo necessário para o desenvolvimento do projeto, mas que não dispõe de recursos para pagar o preço; o vendedor – aquele que fornece a mercadoria (ativo) ao patrocinador; e um financiador – que como visto anteriormente, geralmente um banco comercial ou multilateral, que concede um financiamento ao comprador (patrocinador do projeto), para que esse efetue a compra da coisa.

Observa-se que se tratando de uma operação com *Project Finance*, o financiamento não será necessariamente concedido no valor correspondente ao do saldo do preço do bem.

Diferentemente do que ocorre num contrato tradicional de alienação fiduciária em garantia, em que a financeira repassa a quantia diretamente ao vendedor do bem, no *Project Finance* estes recursos são repassados ao patrocinador do projeto, que contratualmente garante a propriedade fiduciária de tais bens que serão adquiridos ao financiador.

Efetivamente duas relações decorrem da alienação fiduciária em garantia: uma externa, entre patrocinador e vendedor; e outra interna, entre patrocinador (fiduciante) e financiador (fiduciário). Com isso, a alienação fiduciária surge na segunda relação contratual, a partir de uma relação creditícia para compra e venda de determinado bem móvel ou imóvel. Num primeiro momento, o patrocinador do projeto contrata com o financiador e com o vendedor um empréstimo articulado para a compra e venda de um bem, e, num segundo momento, garante o empréstimo mediante a transmissão da propriedade resolúvel. Isso traz a tona o problema da constituição de alienação fiduciária sobre bens futuros como será examinado abaixo.

3.3 Alienação fiduciária e os bens futuros

Como observou Enei, o financiamento de projetos é fruto da crescente complexidade das operações econômicas, as quais não mais se satisfazem com contratos singulares e fórmulas contratuais tradicionais, reclamando redes de contratos condizentes com a moderna realidade empresarial.⁴⁵

O *security package* do Parque Eólico mencionado anteriormente, quanto à propriedade fiduciária dos bens móveis e imóveis, prevê que o patrocinador do projeto não é proprietário dos imóveis sobre os quais os parques eólicos estavam sendo construídos, mas sim titular dos direitos de uso sobre estes imóveis através dos correspondentes contratos de cessão de uso de imóvel.⁴⁶⁴⁷

Percebe-se, inclusive, que uma das garantias que pode ser exigidas pelo financiador de primeira instância no Brasil, o BNDES, é que os patrocinadores ofereçam em garantia aos principais financiadores, caso estes solicitem, quaisquer ativos e recebíveis que advenham com o desenvolvimento do projeto,⁴⁸ vale dizer, que ainda não existam na época de celebração do contrato de financiamento. É isso engendra o problema de validade jurídica de garantias reais sobre bens ainda inexistentes à época do financiamento. Em princípio, o ordenamento jurídico brasileiro não admite esta hipótese, mas a prática negocial acabou achando uma maneira de contornar o problema.

A solução encontrada para operacionalizar essa garantia é transformá-la em uma "obrigação de fazer", por meio do chamado "negócio indireto".⁴⁹ Para tanto, as partes preveem no contrato a alienação fiduciária de bens advindos com o empreendimento, devendo o patrocinador do projeto proceder com a formalização da garantia tão logo o bem seja adquirido.⁵⁰

Do contrário, caso o devedor se recuse a exercer tal conduta pela qual se vinculou no contrato de financiamento, a obrigação converte-se em indenização por perdas e danos ou eventualmente uma ação de cumprimento do contrato. De qualquer sorte, nesse tipo de financiamento, o risco advindo da não transmissão da propriedade fiduciária é relativamente baixo, dada a maior ingerência das instituições financeiras no andamento

dos projetos.

Além disso, acredita-se que sabendo destes riscos, as instituições financeiras têm condicionado os financiamentos conforme o andamento dos projetos, sujeitos a " *defaults*" nos contratos de crédito, de forma que na hipótese dos patrocinadores não observarem a concessão de tais garantias no decorrer do negócio, podem vir a ter os financiamentos suspensos até o cumprimento desta obrigação.

Por isso, a má estruturação desse tipo de garantia pode ocasionar prejuízos ao credor, já que ela tem de ser entabulada observando as previsões legais pátrias, que muito diferem dos países anglo-americanos de família de *common law* (onde está a origem do *Project finance*) pela regra da tipicidade das garantias reais no Brasil.

Diz-se isso porque, como se sabe, os países do sistema do *common law* tendem a ser muito mais ricos em criação e estruturação de garantias do que os países da *civil law*. Assim a própria literatura internacional reconhece que o Direito inglês sempre se adaptou às necessidades comerciais, demonstrando flexibilidade e dando eficácia às práticas comerciais e, também, dando margem à criação de tantas garantias quanto o mercado e as relações comerciais demandarem. ⁵¹

Chiu, ⁵² em material sobre a elaboração das garantias na Inglaterra, observou que "a prominent commentator remarked that English law has always adapted well to commercial needs, demonstrating flexibility and giving effect to reasonable practices in commerce (...) In terms of English commercial law, arguably, the law of security allowed the fabrication of security interests largely in tandem with commercial desires, and did not straitjacket such fabrication with legal principles" .

Entretanto, é importante considerar que a evolução do *common law* é jurisprudencial e está ligada às necessidades do mercado ao passo que o *civil law* é estancado às categorias romanas de interferência maior do legislador. Ou seja, pode-se entender que no Brasil, uma vez que a atuação do legislador é necessária para a criação de normas jurídicas, as partes não podem criar garantias reais, isso porque, como o próprio nome diz, as garantias reais envolvem bens reais e, ainda, as hipóteses dessas garantias reais são presumidas *numerus clausus*, isto é, são garantias reais apenas aquelas elaboradas pelo legislador e previstas na legislação .

Ainda quanto à possibilidade de emprego de bens futuros em negócios de alienação fiduciária em garantia, segundo o § 2.º do art. 66 da Lei 4.728/1965, com redação conferida pelo Dec.-lei 911/1969, o negócio fiduciário podia ser constituído mesmo nos casos que o bem objeto da transmissão fiduciária em garantia ainda não integrasse a esfera jurídico-patrimonial do fiduciante. Entretanto, o referido artigo foi revogado pela Lei 10.931/2004, que nada dispôs acerca da utilização da alienação fiduciária em garantia de bens ainda não existentes.

Não querendo entrar na análise da constitucionalidade de tal garantia recaindo sobre bens futuros, nem mesmo estabelecer uma comparação sistemática ao Direito estrangeiro, apenas traz-se a título exemplificativo que no *common law*, à luz do princípio da liberdade contratual, ⁵³ podem as partes de uma relação jurídica conceder garantias sobre bens ainda não existentes, como é o caso das cláusulas de *floating charge*, o que a princípio

inexiste no direito pátrio (que requer bens existentes à época do financiamento).

Porém, mesmo com amparo no Código Civil (LGL\2002\400) para estipular contratos atípicos (art. 425, CC/2002 (LGL\2002\400)), não podemos admitir que as partes envolvidas em uma operação de financiamento possam garantir o pagamento da dívida mediante a alienação fiduciária da propriedade dos bens móveis e imóveis que elas venham a adquirir durante a operação sem a necessidade de um ulterior negócio jurídico de alienação fiduciária do bem. Pois como dito, a primeira declaração de vontade seria tão somente um compromisso de instituir esta garantia.

Essa hipótese fugiria à regra de que apenas o proprietário do bem pode oferecer garantias reais. Conforme explicou Bevilacqua,⁵⁴ apenas o proprietário do bem pode onerá-lo com garantia real. O ônus real, segundo o mesmo autor, importa em alienação do valor da coisa ou de seus frutos, na medida necessária para o pagamento da dívida garantida; e somente o proprietário tem capacidade jurídica suficiente para realizar tal alienação.

Ora, se a alienação fiduciária é uma garantia real, é necessário que o alienante, ou patrocinador do projeto, seja o proprietário do bem na época da celebração do contrato de garantia, pois do contrário, a hipótese de oferecer uma garantia sobre um bem ainda não adquirido será inválida a luz dos benefícios da alienação fiduciária, como por exemplo, conversão da posse ao credor, não compor a massa falida do devedor etc.

Do contrário, careceria o patrocinador do projeto de legitimidade para alienar algo que, até então, não é de sua propriedade. Isso porque, somente o proprietário de um determinado bem pode oferecê-lo como garantia real. Segundo o ensinamento de Caio Mário Pereira, trata-se de um requisito de natureza subjetiva para a validade desse tipo de garantia.⁵⁵

O problema se resolve então na prática com a formalização de dois negócios. O primeiro em que as instituições financiadoras exigem a constituição de futuras alienações fiduciárias; e um segundo pelo qual as garantias comprometidas são efetivamente alienadas contratualmente e registradas no cartório de registros competente para dar força contra terceiros.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através do presente artigo, concluiu-se no que a utilização do *Project Finance* consiste em um importante passo no desenvolvimento econômico e social do país e, cada vez mais, a utilização dessas complexas engenharias financeiras demandam a criação de novos institutos que possam amparar as relações que delas decorrem.

Indubitavelmente, o Brasil permanece uma jurisdição complexa no que diz respeito a novas criações provenientes da autonomia privada, requerendo, para isso, conhecimento específico por parte dos operadores desse tipo de engenharia para garantir segurança a todos os agentes envolvidos no *Project Finance*, bem como a estruturação de redes contratuais condizentes com a realidade brasileira.

E quanto a essas fórmulas contratuais modernas, pode-se afirmar que se faz necessário um ambiente social e econômico, em que se tenham normas eficazes que garantam segurança jurídica a todos os envolvidos no negócio.

Além disso, emerge também a necessidade de um contexto social e jurídico em que os arranjos contratos atípicos provenientes desses negócios, como as garantias, sejam instrumentos confiáveis e respeitados, pois neles se baseiam todas as responsabilidades, garantias e divisão de riscos etc. distribuídos nesse tipo de engenharia financeira.

Em relação a essas garantias, analisou-se a alienação fiduciária em garantia de bens móveis e de bens imóveis que é eficientemente utilizada nas operações de financiamento. Percebeu-se que se trata de um novo direito real de garantia, que possui instrumentos de recuperação de crédito mais ágeis e que permitem a sua adaptação frente à complexidade das novas relações contratuais, adaptando-se perfeitamente às necessidades de uma economia cada vez mais dinâmica.

Verificou-se, ainda, que além de se tratarem de garantias relativamente novas no Direito positivo, elas são utilizadas nas suas formas mais complexas – nas grandes operações e, até onde se sabe, não se tem registros de conflitos decorrentes da utilização desses novos institutos, o que torna incerta, de certa forma, a sua futura efetividade.

Percebeu-se, também, a adaptação e aplicação da alienação fiduciária em bens futuros, dada a grande influência do direito do *common law* no Brasil, que como se verificou, é um sistema jurídico prestigiado pela liberdade contratual garantida às partes e que, no tocante à liberdade de criação de novas garantias, essas são pouco limitadas, garantindo às partes a ampla autonomia na suas elaborações, inclusive perdendo o sentido da nomenclatura de tais garantias, tendo em vista a enorme liberdade das partes disporem sobre a matéria.

Por fim, resta mencionar que o uso do *Project Finance* é limitado apenas à criatividade dos financiadores e patrocinadores do projeto e pelas normas jurídicas nacionais atinentes ao direito de garantia (dentre eles o de alienação fiduciária) que restringe a hipótese de direitos reais sobre bens futuros, ainda inexistentes à época da constituição do débito. Os advogados que atuam na área devem ter muito cuidado com o transplante puro e simples de estruturas prontas provenientes de outros países, pois, como qualquer transplante de órgãos biológicos, o sistema pode rejeitar a transposição.

Nesse sentido, o problema de garantias se resolve então na prática com a formalização de dois negócios. O primeiro em que as instituições financiadoras exigem a constituição de futuras alienações fiduciárias; e um segundo pelo qual as garantias comprometidas são efetivamente alienadas contratualmente e registradas no cartório de registros competente para dar força contra terceiros.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARONNE, Ricardo. *Por uma nova hermenêutica dos direitos reais limitados: (das raízes aos fundamentos contemporâneos)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva e Cia, 1945.

AZEREDO, A. R. *Financiamento de longo prazo no Brasil: Project Finance como alternativa para a infraestrutura*. Rio de Janeiro: UFRJ/Coppead, 1999.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. *Empresa*

pública *federal*. Disponível em:
[www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/]. Acesso em: 21.07.2010.

BEVILAQUA, Clóvis. *Direito das coisas*. Brasília: Senado Federal, Conselho Editorial, 2003. vol. 2.

BONOMI, Cláudio; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de caso*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil*. *Revista do BNDES*. vol. 9. n. 18. p. 241-280. Rio de Janeiro, dez. 2002. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1808.pdf]. Acesso em: 29.07.2010.

CAMARGO, João Laudo de; RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá. *Project Finance e outras formas de financiamento*. In: CASELLA, Paulo Borba; MERCADENTE, Araminta de Azevedo (coords.). *Guerra comercial ou integração mundial pelo comércio? A OMC e o Brasil*. São Paulo: Ed. LTR, 1998.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário: alienação fiduciária, cessão fiduciária, securitização, Decreto-Lei n. 911, de 1969, Lei n. 8.668, de 1993, Lei n. 9.514, de 1997, Lei n. 10.931/2004*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

CHIU, Iris H-Y. The legal fabrication of security interests in the United Kingdom. *31 North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*. n. 31. p. 703 e ss.

D'ALMEIDA, A. L. Estruturação do *Project Finance* para o Campo de Petróleo de Marlim. *XL Asamblea Anual de Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración*. Santiago, Chile, out. 2005.

DOMENICO RUBINO. *EI negocio jurídico indirecto*. Madri: Revista de Derecho Privado, 1953.

Durkheim; Weber, Max. *Economia e sociedade*. Brasília: Ed. UnB, 1999. vol. 2.

DUTRA, Rafael D'Avila. Financiamento de parques eólicos: a experiência brasileira. *Revista Eletrônica Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. Madri, 2006. Disponível em: [www.uria.com/por/actualidade_juridica/n13/index.asp]. Acesso em: 16.07.2010.

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

FARIA, José Eduardo; KUNTZ, Rolf. *Qual o futuro dos direitos? Estado, mercado e justiça na reestruturação capitalista*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

FINNERTY, John D. *Project Finance : engenharia financeira baseada em ativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

HOFFMAN, Scott L. *The law and Business of International Project Finance: A resource for*

Governments, Sponsors, Lenders, Lawyers and Project Participants. 2. ed. Estados Unidos da América: Transnational Publishers, Inc. e Kluwer Law International, 2001.

MARTINS, Carolina de Oliveira. *Project Finance* na indústria do petróleo brasileira. In: RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá (coord.). *Estudos e pareceres – Direito do petróleo e gás*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

MOREIRA, Hélio Cabral. *Project Finance*, uma abordagem pelo engenheiro do BNDES. *Curso de Avaliação de Empresas e Projetos da EPGE/FGV*. Rio de Janeiro, out. 1999. Disponível em: [www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/especial/projectf.pdf]. Acesso em: 16.06.2010.

NORONHA, Fernando. *Direito das obrigações*. São Paulo: Saraiva, 2003.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 18. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

PEREIRA, Hélio do Valle. *A nova alienação fiduciária em garantia – Aspectos processuais*. 2. ed. Florianópolis: Conceito Editorial, 2007.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito das coisas: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 1988.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros; SZUSTER, Fernanda Rechtman; SUSSEKIND, Claudia Sardenberg. O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de *Project Finance*. *BNDES Setorial*. n. 29. p. 3-36. Rio de Janeiro, mar. 2009. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/Set2901.pdf]. Acesso em: 07.05.2009.

SZUSTER, Natan; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; SANTOS, Odilanei Moraes dos; HOORY, Rafael; AMARAL, Marco Aurélio; ALVES, Cláudio Ribeiro Rodrigues. O fim do *off-balance sheet* em *Project Finance*: um estudo dos aspectos contábeis da consolidação de sociedades de propósito específico. *Revista Universo Contábil*. vol. 4. n. 1. Blumenau, jan.-mar. 2008. Disponível em: [http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/viewFile/870/664]. Acesso em: 16.07.2009.

TIMM, Luciano Benetti. *A prestação de serviços do Código Civil (LGL\2002\400) ao Código de Defesa do Consumidor (LGL\1990\40)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

_____. *Common law e contract law*: uma introdução ao direito contratual norte-americano. *Revista dos Tribunais*. vol. 871 p. 11-35. São Paulo: Ed. RT, maio. 2008.

_____; DRUCK, Tatiana. *Alienação fiduciária imobiliária em uma perspectiva de direito e economia*. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE). *Annual Papers* (University of California, Berkeley). Disponível em: [http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1073&context=bple]. Acesso

em: 16.07.2009.

ZYLBERSZTAJN, Décio; STAJN, Raquel (org.). *Direito & economia*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

1. BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá. *Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil*. *Revista do BNDES*, vol. 9, n. 18, p. 241-280. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1808.pdf]. Acesso em: 29.07.2010, p. 247.

2. FARIA, José Eduardo; KUNTZ, Rolf. *Qual o futuro dos direitos? Estado, mercado e justiça na reestruturação capitalista*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 93.

3. TIMM, Luciano Benetti. *A prestação de serviços do Código Civil (LGL\2002\400) ao Código de Defesa do Consumidor (LGL\1990\40)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

4. DURKHEIM; WEBER, Max. *Economia e sociedade*. Brasília: Ed. UnB, 1999. vol. 2; ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva e Cia, 1945; ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 1988.

5. AZEREDO, A. R. *Financiamento de longo prazo no Brasil: Project Finance como alternativa para a infraestrutura*. Rio de Janeiro: UFRJ/Coppead, 1999. p. 35.

6. FINNERTY, John D. *Project Finance : engenharia financeira baseada em ativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p. 2.

7. HOFFMAN, Scott L. *The law and Business of International Project Finance: A resource for Governments, Sponsors, Lenders, Lawyers and Project Participants*. 2. ed. Estados Unidos da América: Transnational Publishers, Inc. e Kluwer Law International, 2001. p. 4-5.

8. CAMARGO, João Laudo de; RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá. *Project Finance e outras formas de financiamento*. In: CASELLA, Paulo Borba; MERCADANTE, Araminta de Azevedo (coords.). *Guerra comercial ou integração mundial pelo comércio? A OMC e o Brasil*. São Paulo: Ed. LTr, 1998. p. 531 e 539.

9. FINNERTY, 1998, p. 3.

10. Idem, p. 8.

11. Neste trabalho adotou-se a denominação "patrocinador" para aquele que contrai o financiamento do projeto, se tornando assim o responsável financeiramente pela dívida perante a instituição financeira.

12. HOFFMAN, 2001, p. 10-11. Tradução nossa.

13. Percebe-se, na prática, que a constituição de uma "SPE" acaba sendo um dos requisitos

da instituição financiadora para prover os recursos, como no caso do BNDES, por exemplo.

14. D'ALMEIDA, A. L. Estruturação do *Project Finance* para o Campo de Petróleo de Marlim. *XL Asamblea Anual de Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración*. Santiago, Chile, out. 2005.

15. Neste trabalho são analisadas apenas as garantias oferecidas pelo patrocinador do projeto à instituição de crédito, geralmente uma instituição financeira. Nota-se que são inúmeras as formas pelas quais as garantias podem ser concedidas em uma operação estruturada na forma de um *Project Finance*. O patrocinador garante o desenvolvimento do projeto; o financiador garante o pagamento das empreiteiras referente aos contratos de construção; as construtoras garantem a construção do projeto; o fornecedor de equipamento garante a *performance* operacional. Tudo isso em arranjos de riscos e garantias, que são assumidas conforme o interesse de cada uma das partes envolvidas no empreendimento.

16. HOFFMAN, 2001, p. 6-8. Tradução nossa.

17. BONOMI, Cláudio; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de caso*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 64-65.

18. HOFFMAN, 2001, p. 6-7. Tradução nossa.

19. Idem, p. 8. Tradução nossa.

20. Para maiores informações, ver HOFFMANN, 2001; FINNERTY, 1999; ENEI, 2007.

21. MOREIRA, Hélio Cabral. *Project Finance*, uma abordagem pelo engenheiro do BNDES. *Curso de Avaliação de Empresas e Projetos da EPGE/FGV*. Rio de Janeiro, out. 1999. Disponível em: [www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/especial/projectf.pdf]. Acesso em: 16.07.2010.

22. HOFFMAN, 2001, p. 104. Tradução nossa.

23. Não é conferida à SPE a qualidade de sociedade mercantil, uma vez que a empresa será constituída dentro de uma das formas societárias existentes no Direito brasileiro.

24. HOFFMAN, 2001, p. 104. Tradução nossa.

25. De um modo geral, diz-se que o financiamento é concedido ao patrocinador, entretanto também pode ser provido a uma empresa criada para este propósito. Por isso a terminologia "patrocinador" é a mais utilizada, uma vez que o patrocinador é quem impulsiona o desenvolvimento do projeto e toma o empréstimo, ou por conta própria ou através de uma empresa criada com esta finalidade.

26. MARTINS, Carolina de Oliveira. *Project Finance* na indústria do petróleo brasileira. In:

RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá (coord.). *Estudos e pareceres – Direito do petróleo e gás*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 459-460.

27. Para maiores informações, ver HOFFMAN, 2001, p. 105.

28. FINNERTY, 1999, p. 6.

29. Para maiores informações, ver *Revista Amanhã*, de 27.05.2010. Disponível em: [<http://portalexame.abril.com.br/blogs/esquerda-direita-e-centro/tag/project-finance/>]. Acesso em: 27.05.2010.

30. A exemplo disso, apenas no setor de infraestrutura, nos últimos 10 anos, foram aprovados mais de 138 projetos no BNDES nos moldes de *Project Finance*, totalizando R\$ 50,1 bilhões em financiamentos, para R\$ 93,1 bilhões em investimentos. Em relação ao setor de energia elétrica, foram aprovados 93 projetos, com R\$ 39 bilhões em financiamentos, para R\$ 52,9 bilhões em investimentos. Os demais setores de infraestrutura que mais receberam investimentos foram os de Transmissão, Logística e Pequenas Centrais Hidrelétricas, com financiamentos de 6,2 milhões, 3,9 milhões, 1,8 milhões, respectivamente. Já os setores que receberam mais investimentos, seguidos do de Energia Elétrica, foram os de Geração Hidrelétrica, Geração Termelétrica e Transmissão, com 18,5 milhões, 12 milhões e 6,2 milhões, respectivamente. Para um aprofundamento da matéria, ver: SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros; SZUSTER, Fernanda Rechtman; SUSSEKIND, Claudia Sardenberg. O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de *Project Finance*. *BNDES Setorial* 29/3-36. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/Set2901.pdf].

31. FINNERTY, 1998, p. 51.

32. O arranjo 3 não se aplica no modelo sem recursos. Como bem identifica o autor, "a forma exata desses compromissos varia de acordo com a natureza e com os aspectos econômicos previstos do projeto e com o ambiente político e de mercado de capitais prevalente".

33. CAMARGO, 1998, p. 532.

34. MARTINS, 2005, p. 459-460.

35. FINNERTY, 1998, p. 54.

36. Para maiores informações, ver: SZUSTER, Natan; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; SANTOS, Odilanei Moraes dos; HOORY, Rafael; AMARAL, Marco Aurélio; ALVES, Cláudio Ribeiro Rodrigues. O fim do *off-balance sheet* em *Project Finance*: um estudo dos aspectos contábeis da consolidação de sociedades de propósito específico. *Revista Universo Contábil* 4-1.

37. Essa figura assemelha-se ao instituto do *trust* do direito anglo-saxão.
38. FINNERTY, 1998, p. 55.
39. TIMM, Luciano; DRUCK, Tatiana. Alienação fiduciária Imobiliária em uma perspectiva de direito e economia. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE). *Annual Papers* (University of California, Berkeley). Disponível em: [http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1073&context=bple]. Acesso em: 16.07.2009.
40. Segundo afirma Chalhub, a alienação fiduciária em garantia é uma espécie do gênero negócio fiduciário, encerrando a transmissão para um fim econômico. Ver CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário: alienação fiduciária, cessão fiduciária, securitização, Decreto-Lei n. 911, de 1969, Lei n. 8.668, de 1993, Lei n. 9.514, de 1997, Lei n. 10.931/2004*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 138.
41. RIZZARDO, Arnaldo. *Direito das coisas: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 464.
42. CHALHUB, 2006, p. 198.
43. Para um aprofundamento no tema das instituições, ver ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (orgs.). *Direito & economia*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.
44. CHALHUB, 2006, p. 198.
45. ENEI, 2007, p. 423.
46. DUTRA, Rafael D'Avila. Financiamento de parques eólicos: a experiência brasileira. *Revista Eletrônica Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, p. 102.
47. Interessante observar que consta nos registros da Sociedade Ventos do Sul Energia S/A, criada para desenvolvimento do projeto, que a principal destinação dos recursos provenientes do financiamento seria para gastos com "usos", dentre eles máquinas e equipamentos. Fonte: Ata de Assembleia Extraordinária, em 30.11.2007, registrada sob o número de protocolo 05/213406-7.
48. Para maiores informações, acesse:
[www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/]. Acesso em: 21.07.2010.
49. Uma das características do negócio indireto é o emprego da combinação de negócios típicos para a obtenção de um fim atípico. Para maiores informações, ver: DOMENICO RUBINO. *EI negocio jurídico indirecto*. Madri: Revista de Derecho Privado, 1953. p. 51.
50. Trata-se, perfeitamente, de um procedimento possível à luz da legislação da alienação fiduciária. Isto porque o legislador previu a possibilidade da propriedade fiduciária em

garantia consolidar-se após a aquisição dos bens, conforme art. 1.362 do CC/2002 (LGL\2002\400).

51. Nota-se que no *common law* a classificação das garantias perdem sentido prático (salvo entre *fixes and floting charge* no Reino Unido), pois são inúmeras as garantias que as partes podem convencionar para garantir o cumprimento de uma obrigação.

52. CHIU, Iris H-Y. The legal fabrication of security interests in the United Kingdom. 31 *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, n. 31, p. 703. Para um aprofundamento sobre a matéria, ver o mesmo artigo.

53. TIMM, Luciano Benetti. *Common law e contract law*: uma introdução ao direito contratual norte-americano. RT 871/11 (DTR\2008\317)-35.

54. BEVILAQUA, Clóvis. *Direito das coisas*. Brasília. Senado Federal, Conselho Editorial, 2003. vol. 2, p. 15.

55. Esse questionamento seria desnecessário se, ao modelo do *common law*, não fosse necessário essas classificações típicas de países com sistema jurídico romano germânico. Não se pode obstruir o desenvolvimento de garantias eficazes e que se adaptam aos contratos modernos, como é essa utilizada no *Project Finance*, simplesmente por questões meramente "acadêmicas".