



Restrições na fase pre-completion do project finance em aplicações de infraestruturas de transportes governamentais

Constraints in the pre-completion project finance phase on governmental transport infrastructure projects

Recebido: 25/01/2023 | Aceito: 09/04/2023 | Publicado: 07/07/2023

Cristiano Hauck Civitarese¹

 <https://orcid.org/0000-0001-9594-6162>

 <http://lattes.cnpq.br/0770986961312760>

UniProcessus – Centro Universitário Processus, DF, Brasil

E-mail: chevita@gmail.com

Resumo

Desde 2019, o governo vem estruturando ativamente seu portfólio de projetos de infraestrutura de transporte para tornar os ativos leiloados mais robustos, consistentes, financiáveis e atraentes para os investidores. O objetivo é contornar a saturação natural do modelo tradicional *Corporate Finance*. Em contrapartida, o governo tem visualizado no *Project Finance* uma forma de diversificar investidores, oferecer mais estabilidade e segurança no desenvolvimento de grandes projetos. Todavia, apesar dos avanços na estruturação e modelagem de projetos para concessões, ainda há muitas dificuldades em superar os desafios da fase *Pre-completion*. Este artigo visa apontar dificuldades recentes encontradas nesta fase e indicar possíveis soluções, a fim de contribuir com o debate no âmbito dos órgãos ministeriais, em especial, aqueles que trabalham com concessões e privatizações de grandes obras de infraestrutura.

Palavras-chave: Concessões Governamentais. Estruturação de Projetos. Infraestrutura. Pre-completion. Project Finance.

Abstract

Since 2019, the government has been actively structuring its transport infrastructure project portfolio to make the auctioned assets more robust, consistent, bankable, and attractive to investors. The goal is to overcome the natural saturation of the traditional Corporate Finance model. In this sense, the government has seen Project Finance as a way of diversifying investors, offering more stability and security in the development of large projects. However, despite advances in structuring and modeling projects for concessions, there are still many difficulties in overcoming the challenges of the Pre-completion phase. This article aims to point out recent difficulties encountered at this stage and indicate possible solutions, in order to contribute to the debate within the scope of ministerial bodies, in particular those that work with concessions and privatizations of large infrastructure works.

Keywords: Government Grant. Project Structuring. Infrastructure. Pre-completion. Project Finance.

¹ Mestre em Economia pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) e Engenheiro de Telecomunicações pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

Introdução

Infraestrutura de transporte geralmente é caracterizada por indivisibilidade técnica, geralmente se caracterizando como monopólio natural. Impõe-se ao Estado, portanto, a tarefa de promover as obras e serviços diretamente à população, ou indiretamente, regulando-os para que os agentes privados atuem em favor do interesse coletivo (BNDES, 2009).

Acontece que os setores de infraestrutura, em particular o de transportes², são intensivos em capital e mão de obra, demanda previsível e duradoura, longo ciclo de vida de projeto e taxas de retorno atrativas. A conjugação desses elementos aponta considerável alavancagem financeira dos projetos, ideal para estruturas baseadas em *Project Finance* (PF).

Desde 2019, o governo vem estruturando ativamente seu portfólio de projetos de infraestrutura de transporte para tornar os ativos leiloados mais robustos, consistentes, financiáveis e atraentes para os investidores. O objetivo é contornar a saturação natural do modelo tradicional *Corporate Finance*. Nesse sentido, o governo tem visualizado no PF uma forma de diversificar investidores, oferecer mais estabilidade e segurança no desenvolvimento de grandes projetos.

Apesar dos avanços na estruturação e modelagem de projetos para concessões, ainda há muitas dificuldades em superar os desafios da fase *Pre-completion*, etapa até antes do início da operação. Por vários anos, os bancos governamentais brasileiros fizeram os financiamentos dos grandes projetos de infraestrutura. Agora, a saturação destas instituições é evidente, principalmente nesta fase em que o desembolso e risco são maiores. Dessarte a solução é encontrar maneiras de aumentar a atração de novos investidores antes do *Completion*.

Este Artigo visa, portanto, à análise dos problemas encontrados na atratividade da fase *Pre-completion*, em especial nos projetos de infraestrutura de transportes governamentais. O trabalho aqui exposto também descreve possíveis soluções para essa relevante questão, tanto aspectos jurídicos, quanto técnicos, contribuindo sobremaneira ao debate acadêmico e profissional governamental. Insta observar que não é objeto desse texto descrever detalhadamente o PF *per se*, seus princípios, tipos de risco envolvidos, garantias, contratualização e conceitos próprios dessa modalidade. Ademais, termos ingleses como *Project Finance*, *Completion*, entre outros serão aplicados aqui em sua língua original por não apresentarem traduções adequadas em português.

Breve cenário do financiamento de infraestrutura de transportes no Brasil

Investimento em infraestrutura de transporte e de comunicações é umas das condições necessárias para industrialização e para o crescimento econômico moderno (Szirmai, 2005). No passado, deficiências nos setores rodoviário, ferroviário, portuário e aéreo contribuíram para a redução da eficiência e competitividade de produtos e serviços, especialmente no que diz respeito aos mercados internacionais.

Nos anos recentes, houve uma transformação positiva no planejamento e investimento nesses setores provocada por mudanças regulatórias e um foco do governo brasileiro no planejamento e implementação de um regime de concessão mais robusto e modelagens de projetos mais modernos. Exemplo dessas inovações vieram com a nova Lei de Licitações e Contratos, Lei nº 14.133/2021 (BRASIL, 2021).

Evidências desde 2019 mostram que o antigo Ministério de Infraestrutura (MInfra) vinha trabalhando em estreita colaboração com o Programa de Parceria de

² Infraestrutura de transportes aqui considerada como aeroportos, portos, rodovias, hidrovias e ferrovias.

Investimentos (PPI)³ e diversos bancos nacionais e multilaterais para melhorar a matriz de infraestrutura de transportes do país. Resultado desse empenho mostra que o governo leiloou, desde 2019, mais de 80 ativos nos setores portuário, aeroportuário, ferroviário e rodoviário (MINISTÉRIO DA INFRAESTRUTURA, 2022) e tem vários projetos prontos para serem leiloados nos próximos anos. Todos os projetos realizados até agora estão no modelo tradicional de estruturação de projetos.

Borges e Faria (2002) defendem que a modalidade *PF* remonta desde o século XIII, aqui no Brasil os primeiros projetos surgiram nos anos 90. A abertura do mercado brasileiro nesta década gerou demanda por novas fontes de financiamento (GONÇALVES, 2019). Bonomi e Malvessi (2004, p. 64) explicam que explicam:

(...) 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 do risco do empreendimento que lhe fosse mais afeita.

No Brasil há casos emblemáticos de utilização do *PF* para a realização de relevantes obras como, por exemplo, o aumento da capacidade de geração de energia de Serra da Mesa Energia, em 1993, com investimentos da ordem de US\$ 800 milhões; a construção da Rodovia Via Lagos no estado do Rio de Janeiro, em 1997; e as melhorias da Ponte Rio-Niterói, com um financiamento de R\$ 36 milhões do BNDES pelo prazo de dez anos, com garantia sobre os créditos decorrentes da cobrança do pedágio. Outro exemplo de aplicação do *PF* no Brasil foi na Companhia Petrolífera Marlim, projeto para aumentar a produção do Campo, entre outros objetivos.

Outros projetos também aplicaram, no todo ou em parte, conceitos de *PF*. Segundo Azeredo (2003), o empreendimento pioneiro no setor de transporte foi a concessão de manutenção e operação da Rodovia Presidente Dutra. Em seguida, veio a concessão de manutenção e operação da Ponte Rio Niterói, mencionada anteriormente.

Referencial Teórico

O *Project Finance* pode ser conceituado sob dois prismas: o econômico e o jurídico. No econômico, o Banco de Exportação e de Importação dos Estados Unidos, segundo Yescomb (2014), define *PF* como o financiamento de projetos que dependem dos fluxos de caixa do projeto para amortização, conforme definido pelas relações contratuais dentro de cada projeto. Por sua própria natureza, esses tipos de projetos dependem de um grande número de acordos contratuais integrados para conclusão e operação bem-sucedidas. As relações contratuais devem ser equilibradas com os riscos distribuídos às partes mais capazes de assumi-las e devem refletir uma alocação justa de risco e recompensa. Todos os contratos de projeto devem se encaixar perfeitamente para alocar riscos de uma maneira que garanta a viabilidade financeira e o sucesso do projeto.

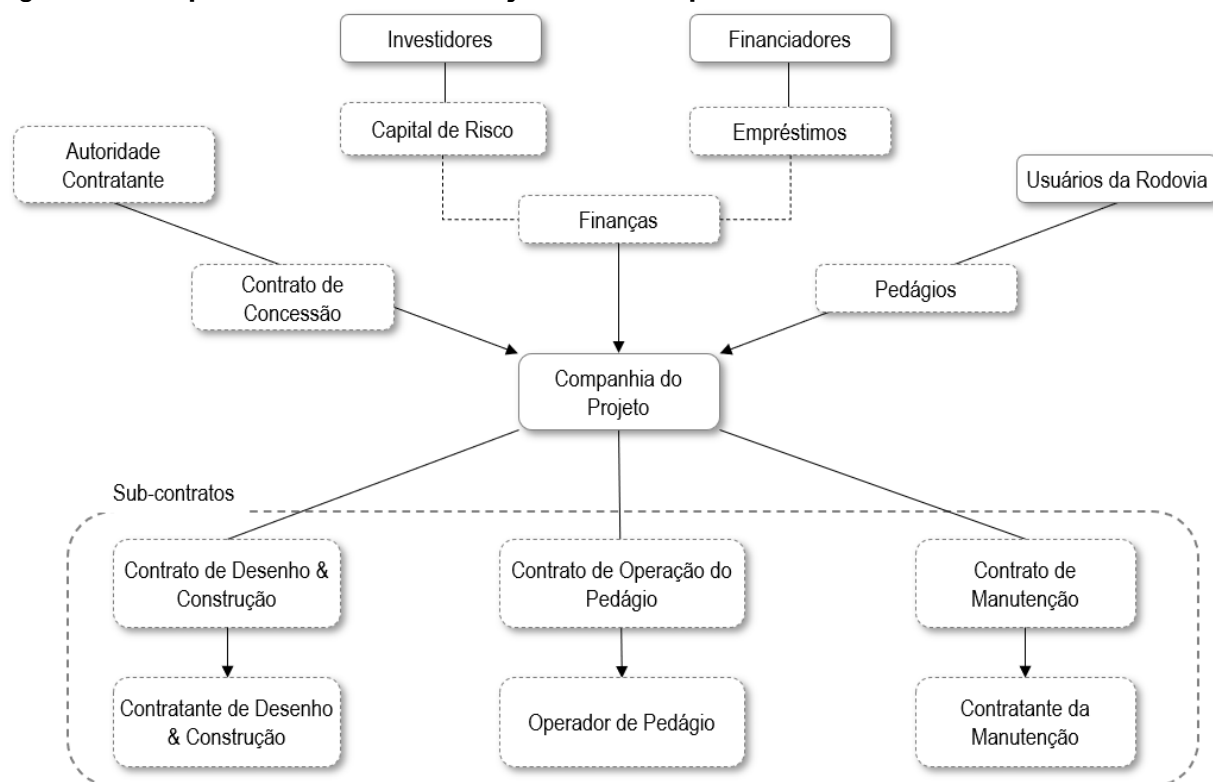
³ PPI foi criado no âmbito da Presidência da República pela Lei nº 13.334/2016 com a finalidade de ampliar e fortalecer a interação entre o Estado e a iniciativa privada por meio da celebração de contratos de parceria e de outras medidas de desestatização.

Por seu turno, sob a ótica jurídica, *PF* consiste em uma relação societária e contratual estruturada para uma finalidade específica, constituída pela sociedade de propósito específico, meio através do qual o projeto será executado, formando-se uma coligação contratual entre *sponsors* (financiadores), empreendedores, fornecedores, prestadores de serviços, colaboradores, por vezes o Estado e, ao final, os usuários e consumidores do benefício oriundo da obra ou dos serviços públicos (REVISTA CONSULTOR JURÍDICO, 2020).

Ainda no conceito jurídico da mesma Revista (2020) do parágrafo anterior, quanto às garantias, via de regra elas são concedidas como empreendimento, não sendo possível o alcance do patrimônio dos sócios para além do montante integralizado na sociedade de propósito específico, elementos que constituem a afetação jurídica do patrimônio do veículo do empreendimento. Finalmente, ainda na seara jurídica, a coligação contratual formada entre os diversos stakeholders tem o propósito de segregar riscos e, portanto, diminuí-los aos envolvidos.

Conforme mencionado anteriormente, não é objeto deste estudo descrever o *PF per se*. Por outro lado, objetiva-se aprofundar em uma fase específica da estruturação do projeto, qual seja a fase *Pre-completion* e suas peculiaridades financeiras, econômicas, jurídicas, entre outras. Para tanto, faz-se necessário minimamente apresentar a planta autoexplicativa do *PF* de uma concessão rodoviária, segundo Yescombe (2014):

Figura 1 Exemplo de estrutura do *Project Finance* para concessão rodoviária.



Fonte: Elaboração própria (adaptado de Yescombe, 2014).

Para se entender melhor o ponto crítico do *PF* no âmbito brasileiro de infraestrutura de transportes, é preciso descrever a vida do projeto, dividida em três fases, segundo Yescombe (2014):

- 1- **Desenvolvimento:** período durante o qual o projeto é concebido, os diversos Contratos são negociados, assinados, geram efeitos; e os empréstimos são realizados (*debt*), assim como o capital de risco (*equity*) e arrendamentos (*leasing*). O final dessa fase é conhecido como Término Financeiro (*Financial Close*);
- 2- **Construção:** período durante o qual o *PF* é desenhado e construído. O fim desse processo é conhecido como Projeto Completado (*Project Completion*);
- 3- **Operação:** período durante o qual o projeto opera comercialmente produzindo fluxo de caixa para pagar os *debts* e *equities* – serviços dos tomadores de empréstimos e o capital de risco.

Neste Artigo, considera-se fase *Pre-completion* todo o período das etapas 1 e 2, ou seja, Desenvolvimento e Construção, finalizando no *Project Completion*. Conforme será descrito adiante, atualmente há certa dificuldade de se encontrar investidores justamente nessa fase, antes da Operação. Acredita-se que o motivo, pode-se adiantar, esteja na elevação de riscos de negócios específicos desta etapa, tanto quanto limitações jurídicas e até cenários macroeconômicos atuais.

O ponto crítico na estruturação de projetos

A maioria dos investidores em projetos de infraestrutura no Brasil deseja financiamento permanente ou de longo prazo para melhor modelar investimentos potenciais. O maior uso da modalidade *Project Finance* ajudaria a atingir uma série de objetivos. Isso inclui financiamento de dívida de prazo mais longo, abrindo o setor para mais concorrência e atraindo mais iniciativas de *joint venture* com empresas estrangeiras.

As empresas que operam no Brasil emitiram dívidas (*non-recourse finance*) com sucesso, mas principalmente depois que um projeto atinge a fase *Pre-completion*. No entanto, obter financiamento durante a fase de construção é um desafio que precisa ser enfrentado para impulsionar mais investimentos. É padrão para financiadores e mercados de capitais solicitarem garantias corporativas controladoras ou bancárias para lidar com o risco nas duas primeiras fases do *PF*, o que aumenta os custos de financiamento e impede potenciais *joint ventures* para um projeto em potencial.

Além disso, durante a fase antes do *Completion*, os bancos comerciais geralmente contam com um pacote de segurança oneroso, incluindo seguro e recursos limitados da empresa-mãe dos patrocinadores. Como se observa nas economias mais desenvolvidas, existem muitas estruturas, técnicas e produtos diferentes que auxiliam na mitigação de riscos durante as fases de construção e operação de um projeto que são utilizados para promover o *non-recourse finance* ou, pelo menos, o modo *limited-recourse* que ajuda a impulsionar o financiamento de longo prazo.

Antes de se discorrer sobre os espectros econômicos e jurídicos, é importante detalhar um pouco mais sobre o Risco conhecido como *Completion/Construction Risk*.

O Risco de *Completion*

Yescombe (2014) aponta os riscos “chaves” na fase de Construção ou *Pre-completion*:

- aquisição do terreno ou acesso;
- condicionamento do local;
- permissão;
- riscos relacionados ao Contratante da Construção;
- custos excedentes da construção;
- atrasos;
- riscos de terceiros;
- performance inadequada do projeto.

Para a OCDE (2022), Acordos Contratuais, Seguros e Garantias têm sido relatados como os mecanismos mais eficazes para mitigar os riscos de construção. Os credores podem ainda procurar reduzir os riscos de construção colaborando com patrocinadores de projetos experientes e empresas de construção.

Importante ressaltar que complicações na fase do *Completion* encurta o tempo de concessão, ou seja, menor será o tempo de operação, conseqüentemente menor a arrecadação com a oferta do serviço, degradando a viabilidade financeira do projeto.

Espectro econômico do ponto crítico

Diferentemente do *Corporate Finance*, em que os riscos são absorvidos pelos patrocinadores (*sponsors*), no *PF* os riscos inerentes ao projeto são alocados entre todos os participantes, normalmente realizado por meio de instrumentos contratuais. Uma das maiores preocupações é criar um arcabouço contratual capaz de outorgar, em favor dos financiadores de tal projeto, garantias válidas e exequíveis sobre as receitas do projeto e, principalmente, com preferência a qualquer credor da sociedade responsável pelo projeto (GONÇALVES, 2019).

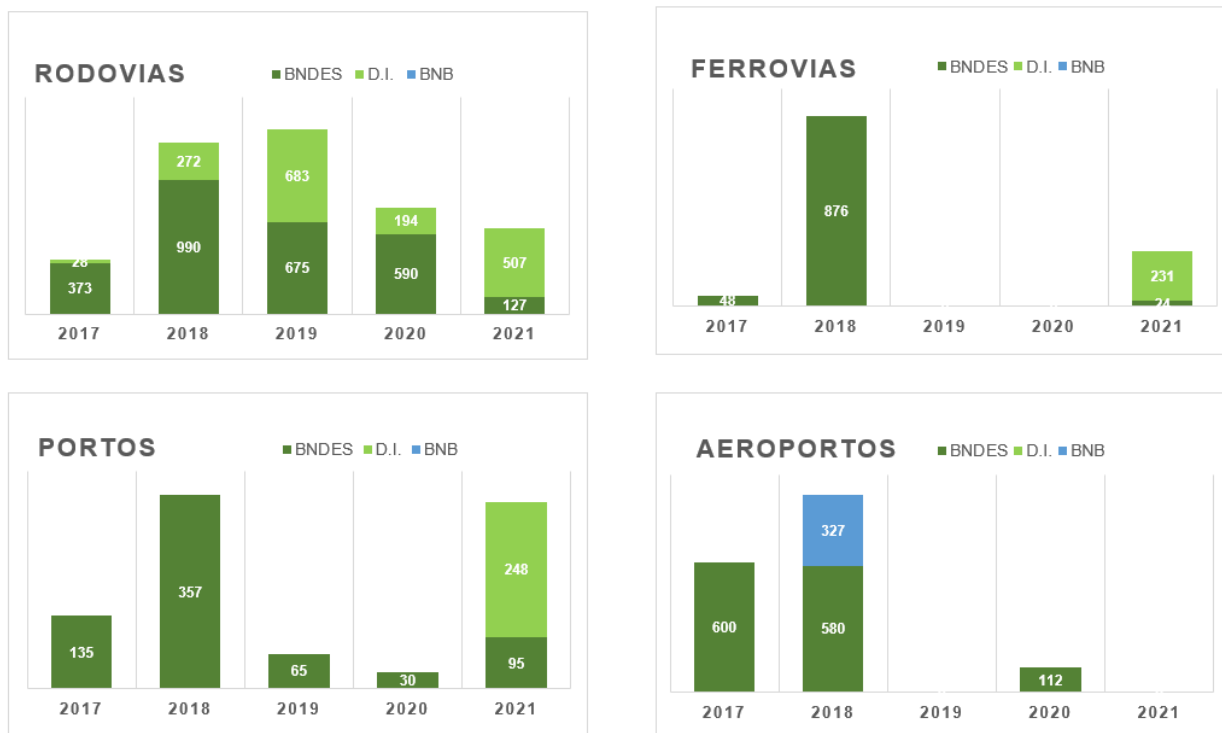
O Guia para *Project Finance* (DENTONS, 2013) expõe que, em muitos projetos, particularmente projetos de infraestrutura, um dos principais marcos será quando o projeto atingir o *Completion*. Isso marcará o fim da fase de desenvolvimento e construção do projeto e o início da fase operacional. A importância deste marco é que um dos principais riscos, nomeadamente os Riscos de Construção, será substancialmente reduzido após a conclusão. Em reconhecimento a esta redução do risco, muitas vezes espera-se que a taxa de juros será reduzida após a conclusão.

O risco mais expoente na fase *Pre-completion* é o risco de Construção, ou Implantação, segundo BNDES (2009). O Banco entende que a contrapartida desse risco está nos perfis temporais dos fluxos de despesas e receitas. As maiores e mais prolongadas despesas iniciais fazem com que os custos irrecuperáveis (*sunk costs*) de uma planta inacabada sejam bem mais significativos nos setores de infraestrutura.

Quanto às garantias, o BNDES (2009) menciona que os arranjos de garantias para mitigar o risco de não-conclusão envolvem compromissos de que o projeto será concluído no prazo estabelecido. Daí, os credores exigem que os patrocinadores se comprometam a aportar recursos próprios antecipadamente à liberação do financiamento e que celebrem contrato de suporte para garantir o aporte para eventuais aumentos no orçamento. Do mesmo modo, aos acionistas cabe não apenas aportar os recursos próprios, mas garantir, empenhar as ações e principalmente os recebíveis dos projetos, que, uma vez performados, garantem automaticidade ao serviço da dívida, por intermédio da cessão e da reserva de meio de pagamento.

Acontece que está-se falando da fase de maior risco. Os aportes e garantias desta fase geralmente são os mais elevados do ciclo de vida do projeto. Não à toa, os financiamentos dos projetos de infraestrutura de transportes do Ministério da Infraestrutura estão, nos últimos anos, concentrados nas fontes BNDES, Banco do Nordeste e debêntures de infraestrutura, como se pode verificar nos gráficos abaixo:

Gráfico 1 Principais financiamentos de Longo Prazo (em milhões de USD) nas concessões do Ministério da Infraestrutura.

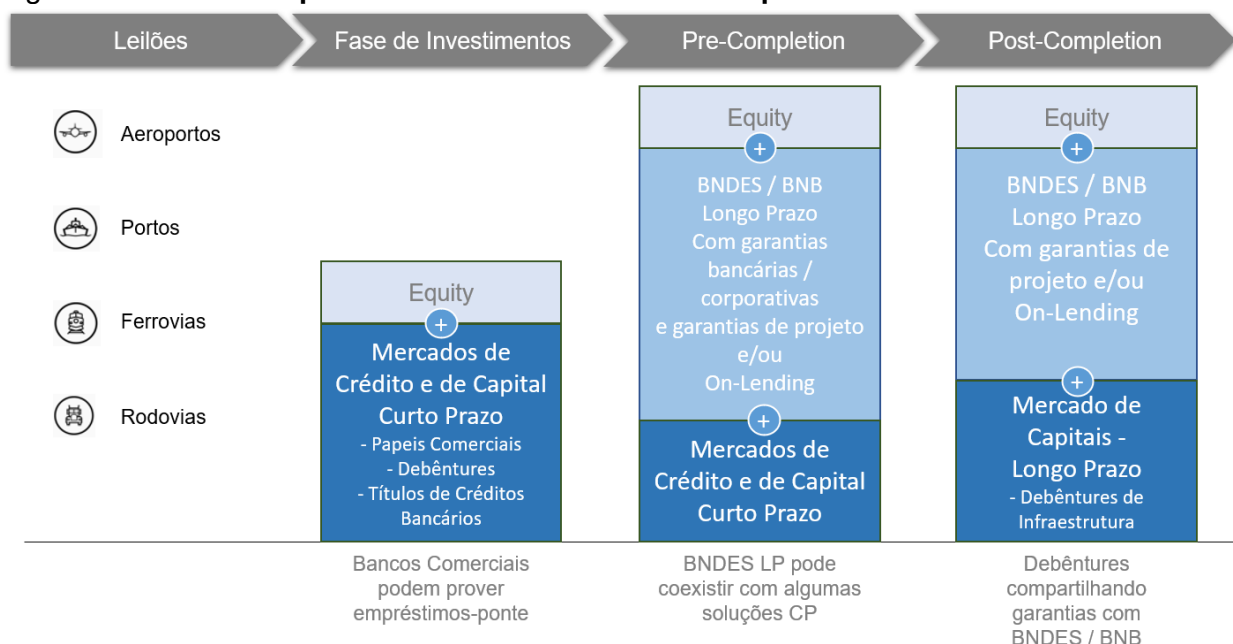


Fonte: Elaboração própria (obs: D.I. como Debêntures de Infraestrutura).

Antes da fase de Construção, o financiamento geralmente é estruturado com instrumentos de Curto Prazo como Títulos de Crédito e Debêntures. Outro instrumento usual nesta etapa é empréstimo-ponte. Como os juros praticados nesse tipo de operação financeira costumam ser caros, uma alternativa para melhorar a relação de custo está em oferecer uma participação na empresa para a instituição financeira. Assim, ao invés do pagamento em espécie, o financiamento ocorre em um formato próximo a um investimento na companhia. Percebe-se que a complexidade nas fases iniciais do projeto é maior, motivo pelo qual deve-se descobrir meios de aumentar a atratividade dos investidores nesse momento.

Já na fase logo antes do *Completion*, soluções de curto e longo prazo podem coexistir, conforme ilustra a figura abaixo.

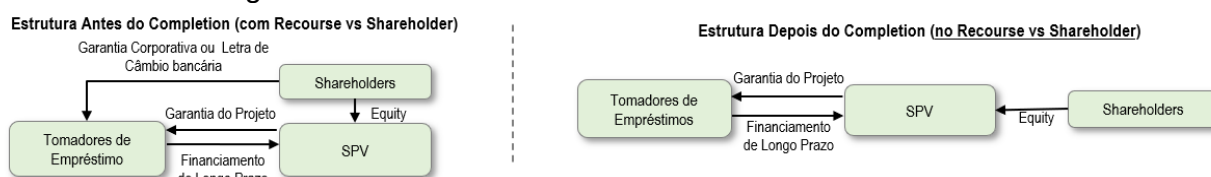
Figura 2 Linha do tempo das fontes financeiras – exemplo ilustrativo.



Fonte: Elaboração própria.

Na fase antes do *Completion*, os *shareholders* necessitam emitir Letras de Câmbio e/ou contratar Garantias Corporativas, o que não acontece na fase posterior ao *Completion* (vide figura 3). Na fase depois do *Completion*, o Brasil segue padrões internacionais e, portanto, não encara maiores problemas para estruturar os projetos. Isso difere consideravelmente da fase pré, em que o desafio do governo é exatamente diminuir os recursos judiciais contra os *shareholders*. Para resolver esse ponto crítico, uma das soluções seria buscar mercados mais maduros e facilitar, legalmente, o financiamento de projetos *limited* ou *non-recourse* pelos bancos, inclusive os pequenos e médios.

Figura 3 Estrutura de Garantia no mercado brasileiro.



Fonte: Elaboração própria.

Geralmente o risco é distribuído ao agente que tem o poder de controlá-lo. Os excedentes de custo e tempo na fase de construção podem ser suportados pela SPV (Special Purpose Vehicle Society). Em alguns casos, a Companhia de Construção pode prover recursos (*limited recourse*) ao seu balanço patrimonial durante a fase de construção do projeto como medida de garantia aos financiadores contra o risco de construção. Já os riscos tecnológicos desta fase podem ser compartilhados entre as companhias de construção e de operação. Os desafios de aquisição do terreno e permissões tipicamente são suportados pela entidade pública.

Apesar do foco financeiro e jurídico estudado neste Artigo, não se pode deixar de comentar que o cenário macroeconômico atual brasileiro também é uma proxy para a dificuldade de atração de investidores em um ambiente dependente de risco. O Relatório do Fórum de Transporte Internacional – ITF (2018) aponta que condições

econômicas adversas aumentam a sensibilidade ao risco de investidores privados, demandando do governo, conseqüentemente, ações efetivas de suporte *de-risking* (mitigação de risco). Já as restrições fiscais reduzem o desejo ou a capacidade do governo em prover o *de-risking*.

Espectro jurídico do ponto crítico

Neste estudo, a análise jurídica do *PF* brasileiro tem o espectro apenas comparativo em seu ambiente internacional e sua adaptação e aplicabilidade neste país.

Segundo a Revista do BNDES (1998), no sistema jurídico brasileiro é a lei que define em caso de execução ou falência, a prioridade quanto ao recebimento dos créditos concedidos por diversas fontes, e não a relação contratual específica, como ocorre normalmente nos Estados Unidos ou na Grã-Bretanha.

Pelo fato de o *PF* ser fundamentado em contratos, o costume jurídico pode ser um facilitador na inclinação ao risco dos stakeholders. No direito consuetudinário anglo-saxão os contratos geralmente complexos do *PF* costumam buscar esteio na experiência anterior, devendo ser autoexplicáveis sem remissões a códigos ou outros diplomas legais (REVISTA BNDES, 1998). O ponto crucial aqui são as relações jurídicas exclusivamente de Direito Privado, e as obrigações presam pela total igualdade entre as partes.

O costume jurídico brasileiro é bem diverso disso. De origem romano-germânica, há inclusão de conceitos do Direito Público – prevalência do Estado nas relações jurídicas. Tal relação é vista como risco e significa obviamente algum tipo de encarecimento para a operação. Assim, operações de *PF* estão mais inclinadas ao uso da arbitragem – decisões extrajudiciais –, instrumento ainda incipiente no Brasil, devido à falta de costume no uso dessa ferramenta.

O estudo do BNDES ainda aconselha uma boa análise prévia dos contratos básicos, pois seu aditamento posterior poderá por em xeque um intrincado sistema de compensações entre os partícipes, aumento de custos e até inviabilização de contratos antes do *Completion*. Para o bem ou para o mal, uma legislação de arbitragem pode dar grande poder conciliatório aos juizes, ensejando cautela no contexto jurídico-econômico em operações de *PF*.

Essa ideia também é corroborada por Gonzales (2009), ao citar que o Brasil adota o Direito romano-germânico como base de seu sistema legal. Assim, as regras de comportamento são preestabelecidas na generalização das normas positivadas pelos Códigos e a razão interage justamente na interpretação e aplicação da norma ao caso concreto. Em outras palavras, as decisões emanadas do Poder Judiciário em caso de litígio deverão primordialmente considerar as normas explícitas, redigidas e reunidas nos códigos legais brasileiros (REVISTA BNDES, 1998). Do contrário, o sistema legal norte-americano, bem como o britânico, segue os sistemas consuetudinários, baseados em poucos princípios gerais, que fazem com que as decisões emanadas pelo Poder Judiciário determinem o que é permitido e o que não é, garantindo ao juiz um pouco mais de liberdade em suas decisões em caso de litígio.

Portanto, a rigidez normativa brasileira torna reduzida a liberdade judicial em decidir os litígios contratuais das operações de *PF*, principalmente em questões econômicas de longo prazo, como, por exemplo, julgamentos sobre gestão de risco e execução de garantias. O sistema jurídico de um país não é algo passível de troca, ou alteração simples. O *PF* brasileiro terá que conviver com o sistema jurídico vigente. Uma forma de contornar essa rigidez seria positivar um Direito especificamente financeiro em um Marco Legal consistente e objetivo.

Júnior (1997), em texto do Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), também aponta a falta de quadro regulatório geral sobre concessões e a complexidade de contratos, cada qual como um caso específico de regulação. Ele ressalta a falta de legislação acima dos contratos e o vácuo regulatório bem definido para diminuir riscos normativos aos projetos em infraestrutura.

Nos dias atuais, é nítida a aposta do governo brasileiro nas parcerias com o setor privado para atrair investimentos em infraestrutura econômica e social, dadas as limitações fiscais e o progressivo esgotamento do apoio financeiro das instituições públicas de desenvolvimento (BID, 2021). Descrito pela necessidade de outras fontes de investimento na infraestrutura brasileira, Silva Filho (2014, p. 179) demonstra como fontes alternativas, como o Mercado de Capitais, poderiam se desenvolver ainda mais no Brasil:

(...) os projetos em andamento da PPP⁴ no país ainda dependem quase inteiramente dos canais de crédito público, principalmente por meio do BNDES. Para que projetos de parceria com o setor privado tenham acesso a linhas de financiamento que não sejam o crédito público escasso, é necessário que o marco regulatório que rege essas concessões também favoreça sua integração com o mercado doméstico de capitais.

Fica clara, portanto, a necessidade de dispositivos legais que estabeleçam regras claras sobre os diversos tipos de investimento a projetos de grande porte. Faz-se necessário a positivação institucional que dê segurança aos investidores. Ressalte-se que não se está falando em permissão legal aos investidores, pois isso já existe. A lacuna está na segurança legal, no reforço normativo ao setor privado para que não fique à mercê de interpretações jurídicas entre o que está posto nos diversos contratos do *PF* e o Direito Financeiro brasileiro. É o respeito aos contratos.

Soluções possíveis

O ordenamento jurídico brasileiro não desenvolveu regulamentação específica no tocante as operações de *PF*. Segundo Gonçalves (2019), os ingredientes jurídicos para utilização no modelo brasileiro estão distribuídos em diversas leis, especialmente as civilistas e empresariais. As formas de tratamentos dos tipos societários e sua estruturação estão, por exemplo, elencadas no Código Civil.

Já as garantias podem-se valer do Decreto-Lei nº 73 (BRASIL, 1966). Considerando a multiplicidade dos agentes envolvidos em projetos estruturados em *PF*, a base legal pode ser desenvolvida no âmbito de concessões públicas ou parcerias público-privadas, disciplinada pela Lei nº 8.987 (BRASIL, 1995), conhecida como Lei de Concessões Comuns e/ou pela Lei nº 11.079 (BRASIL, 2004), Lei de PPPs.

Sob a ótica financeira, em contratos entre o setor privado e o ente público, a base legal é o Direito Financeiro brasileiro, em que se estuda o ordenamento jurídico das finanças do Estado e as relações jurídicas decorrentes de sua atividade financeira. Sob esse guarda-chuva legal estão outros regramentos fundamentais como orientação aos contratos, são eles: a Lei nº 4.230 (BRASIL, 1964), a Lei de Responsabilidade Fiscal, o Código Tributário Nacional, sem contar os normativos infralegais.

Geralmente, os contratos firmados entre o particular e o Poder Concedente devem seguir a regulação da Autarquia relacionada àquela Concessão e/ou Autorização. Por consequência, é importante que os contratos façam referência, na

⁴ Parceria Público-Privada (PPP) segundo Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004.

medida do possível, ao conteúdo da regulamentação daquela Agência de forma a mitigar a incerteza de possíveis alterações futuras na regulamentação. Cabe lembrar que toda regulamentação aplicável deve ser aquela promulgada até o momento da assinatura do Contrato de Concessão.

Necessitando atrair investidores, diminuindo assim a criticidade da fase antes do *Completion* aqui estudada, o Poder Concedente deve planejar cuidadosamente a alocação de risco cambial, no sentido de aumentar a possibilidade de licitantes acessarem linhas de crédito internacionais. Aqui sugere-se o compartilhamento do risco tanto para os custos relativos aos bens reversíveis, quanto a inclusão da cobertura de empréstimos de acionistas na amortização periódica. Além disso, seria possível, de uma perspectiva regulatória, prever em um Contrato que os custos residuais do projeto sejam cobertos em caso de extinção antecipada.

Ainda no âmbito de custos residuais, algumas Autarquias regulam que custos pré-operacionais não devem ser considerados como valores indenizáveis, exceto se representarem um benefício futuro para o projeto. No entanto, para se atrair novos proponentes, o que se deseja é o contrário. Sugere-se, portanto, que os Contratos clarifiquem essa questão de forma a prevalecer sobre a regulação, ou seja, que os custos pré-operacionais devem sim ser considerados como valores indenizáveis.

O mesmo acontece com valores relativos a custos residuais do projeto que não tenham sido amortizados do cálculo da indenização por extinção antecipada. Resoluções autárquicas costumam limitar, porém, é importante que os Contratos rezem o contrário.

No âmbito legal, a Nova Lei de Licitações, Lei Federal nº 14.133 (BRASIL, 2021) prevê, em seu artigo 186, que aos dispositivos desta mesma Lei aplicam-se subsidiariamente à Lei Federal nº 8.987 (BRASIL, 1995), conhecida como Lei de Concessão e à Lei Federal nº 11.079 (BRASIL, 2004), conhecida como Lei das PPPs. Acontece que a Nova Lei de Licitações prevê um limite para a cobertura do Seguro Garantia de 30% (trinta por cento) do valor inicial do contrato. Mas é possível, pelo princípio da subsidiariedade, que esta disposição não seja aplicada às concessões ou autorizações, ou à garantia de operação. Conforme o artigo 18, XV, da Lei de Concessão (BRASIL, 1995), o limite da garantia para Contratos de Concessão pode ser estabelecido até o valor do contrato subjacente garantido. Dessa feita, entende-se que seja possível a contratação de Seguro Garantia para cobertura do valor total do contrato em qualquer dos casos de contratação.

Outro tema crítico no *PF* diz respeito à contratação de seguro contra risco no exterior. De acordo com o art. 20 da Lei Complementar nº 126 (BRASIL, 2007), a contratação do seguro no exterior é possível quando i) não houver cobertura disponível no mercado interno, ii) o risco estiver no exterior enquanto o seguro lá permanecer; iii) no caso de contratação decorrer de tratados internacionais referendados pelo Congresso Nacional; e iv) o seguro já tiver sido contratado antes da entrada em vigor da Lei Complementar.

Em outras palavras, pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil, que precisam garantir riscos no Brasil, devem contratar apólices de seguro no Brasil. Para sanar essa limitação deve-se promover alteração legal na forma da exclusão da obrigatoriedade de que a contratação de seguros não obrigatórios por pessoas jurídicas domiciliadas no território nacional, para garantia de riscos no País, seja celebrada exclusivamente no Brasil.

Conforme mencionado em item anterior, o direito consuetudinário anglo-saxão (conhecido como *common law*) baseia-se na jurisprudência, consubstanciada pelos costumes da sociedade, em que os contratos possuem maior robustez legal

(CHAGAS, 2006). No Brasil, diferentemente, os códigos legais são mais importantes que a jurisprudência e os costumes, base do Direito Romano. Nesse sentido, o interesse público sobrepõe-se ao privado, exigindo maior cautela dos investidores. Tal fato aponta para a necessidade premente de Marcos Regulatórios dos diversos setores econômicos aqui no Brasil para o desenvolvimento de projetos por meio do *PF*.

Considerações Finais

Apesar dos avanços na estruturação e modelagem de projetos para concessões, ainda há muitas dificuldades em superar os desafios da fase *Pre-completion* do *Project Finance* estruturado aqui no Brasil. Busca-se, portanto, novas formas de estruturar essa fase, a fim de encontrar maneiras inovadoras de atrair diferentes investidores.

Nesse diapasão, visualizam-se soluções de curto e médio prazo, econômicas e jurídicas. É evidente que a diversificação dos riscos da fase de construção seja clara, objetiva e atrelada ao agente que, de fato, possa gerir o risco ou, no limite, que possa pagá-lo. Outra solução econômico-financeira é exatamente na diversificação dos *lenders* para um mesmo projeto, diferentemente do que historicamente tem sido feito, em que busca-se apenas um investidor.

Quanto aos contratos, deve-se atentar para a fixação também clara das regras, dos requisitos, direitos e deveres de cada um dos atores do projeto, a fim de minimizar o risco jurídico brasileiro, como foi visto, extremamente orientado ao Direito Romano, em que a Lei impera sobre o direito particular.

No médio prazo, um Marco Legal seria excelente forma de contornar rigidez do sistema jurídico financeiro brasileiro. Seria a oportunidade de se positivar um Direito especificamente financeiro em um Marco Legal consistente e objetivo, reduzindo consideravelmente o risco dos contratos aos olhos do investidor, principalmente, estrangeiro.

Adicionalmente, seria benéfico para os *sponsors* brasileiros entenderem como outros países lidam com os riscos de *pre-completion*, quais instrumentos estão disponíveis e como são utilizados, o nível de exequibilidade dos contratos e os ambientes legais e regulatórios necessários para que o financiamento do projeto prospere. Além disso, seria benéfico para todos os envolvidos aprender profundamente sobre o papel fundamental desempenhado pelo setor de seguros na viabilização de operações de *PF* para projetos de transporte. Aprender com a experiência de países que já realizam esse tipo de financiamento certamente traz soluções para os obstáculos que o Brasil enfrenta no financiamento de projetos de infraestrutura de médio e longo prazo.

Referências

AZEREDO, Ana Flávia Peçanha de. **O Modelo Project Finance: Aplicação à Implantação de Sistema Metroviário Brasileiro**. Rio de Janeiro, Instituto Militar de Engenharia, 2003.

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento. **Financiamento da infraestrutura pelo mercado de capitais Brasileiro: relato do caso entrevistas: pure Project finance e debêntures**. 2021. Disponível em <<https://publications.iadb.org/publications/portuguese/document/Financiamento-da-Infraestrutura-pelo-mercado-de-capitais-brasileiro-relato-do-caso-Entrevias-pure-project-finance-e-debentures.pdf>>. Acesso em: 18 ago. 2022.

BNDES. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de project finance**. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 29, p. 3-36, mar. 2009. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>>. Acesso em: 12 ago. 2022.

BONOMI, Claudio A.; MALVESSI, Oscar. **Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos**. São Paulo, 2 ed., Atlas, 2004.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá e. **Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, dez. 2002.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros Privados, regula as operações de seguros e resseguros e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del0073.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 126, de 15 de janeiro de 2007**. Dispõe sobre a política de resseguro, retrocessão e sua intermediação, as operações de co-seguro, as contratações de seguro no exterior e as operações em moeda estrangeira do setor securitário; altera o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, e a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp126.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 4.230, de 17 de março de 1964**. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995**. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8987cons.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004**. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração

pública. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 14.133, de 1º de abril de 2021**. Lei de Licitações e Contratos Administrativos. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14133.htm>. Acesso em: 26 set. 2022.

CHAGAS, E. B. **Project Finance no setor elétrico brasileiro: um estudo de caso da Usina Hidrelétrica de Barra Grande**. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2006 (Dissertação de Mestrado).

DENTONS. **A Guide To Project Finance**. 2009. Disponível em <<https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2013/april/1/a-guide-to-project-finance>>. Acesso em: 18 ago. 2022.

E. R. YESCOMBE. **Principles of Project Finance**. 2ª ed., Oxford, 2014.

GONÇALVES, Regiane Priscilla Monteiro. **A viabilidade de utilização dos Project Finance no Brasil**. Revista Científica Multidisciplinar Núcleo do Conhecimento. Ano 04, Ed. 06, Vol. 08, pp. 159-186. Junho de 2019.

GONZALES, Douglas Camarinha. **Apontamentos sobre as semelhanças e diferenças do direito sob a perspectiva da common law e do sistema romanístico**. Revista CEJ, Brasília, Ano XIII, n. 46, p. 71-77, jul./set. 2009.

ITF. **Mobilising Private Investment in Infrastructure: Investment De-Risking and Uncertainty**. Working Group Paper. Internacional Transport Forum. Paris. 2018

JÚNIOR, Waldery Rodrigues. **A Participação Privada no Investimento em Infra-Estrutura e o Papel do Project Finance**. Texto para Discussão nº 495. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, julho de 1997.

MINISTÉRIO DA INFRAESTRUTURA. **Portfólio brasileiro de ativos de infraestrutura de transportes atrai a atenção de investidores europeus**. Disponível em <<https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/assuntos/noticias/2022/07/portfolio-brasileiro-de-ativos-de-infraestrutura-de-transportes-atrai-a-atencao-de-investidores-europeus>>. Acesso em: 18 ago. 2022.

OCDE, **Availability of financial risk mitigation instruments for private infrastructure investment in ASEAN Member States**. Disponível em <<http://rmid-oecd.asean.org/>>. Acesso em: 18 ago. 2022.

REVISTA CONSULTOR JURÍDICO. **Project finance é instrumento poderoso para o Estado durante a crise**. Por Marcos Roberto de Moraes Manoel e Marcus Vinicius Macedo Pessanha. Publicado em 12 de maio de 2020. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2020-mai-12/opiniao-project-finance-instrumento-poderoso-crise>>. Acesso em: 12 ago. 2022.

REVISTA DO BNDES. **Project Finance e Infra-Estrutura: Descrição e Críticas.** Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105-122, jun. 1998.

SILVA FILHO, Edison Benedito da. **Financiamento da infraestrutura no Brasil: limites dos mecanismos convencionais e alternativas a partir do investimento estrangeiro e do mercado de capitais.** 2014. Disponível em <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3582>>. Acesso em: 18 ago. 2022.

SZIRMAI, Adam. **The Dynamics of Socio-Economic Development, An Introduction.** Cambridge University Press. 2005.