



**Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**L.L.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais**

**Fausto Miyazato Ricieri Teixeira**

**ANÁLISE DO *STEP-IN RIGHTS* NO *PROJECT FINANCE* NO BRASIL**

**SÃO PAULO**

**2016**

***Análise do Step-in Rights no Project Finance no Brasil***

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Programa de L.L.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Orientadora: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque - Insper

**São Paulo**

**2016**

Teixeira, Fausto Miyazato Ricieri.

*Análise do Step-in Rights no Project Finance no Brasil* / Fausto Miyazato Ricieri Teixeira. – São Paulo, 2016.

Monografia no programa de pós-graduação em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, 2016.

Orientadora: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Direito. 2. *Project Finance*. 3. *Step-In-Rights*. I. Fausto Miyazato Ricieri Teixeira. II. *Análise do Step-in Rights no Project Finance no Brasil*.

**FAUSTO MIYAZATO RICIERI TEIXEIRA**

***Análise do Step-in Rights no Project Finance no Brasil***

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Programa de L.L.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

**Data de Aprovação:** \_\_/\_\_/\_\_

*À minha filha Olívia.*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, sem Ele nada existiria. Agradeço à minha família: aos meus pais, minha irmã, minha avó e minha tia, *ditchan*, *batchan* e vovô (*in memorian*), pelos valores, bons exemplos, apoio e sacrifícios. E agradeço à minha esposa, pela compreensão à dedicação a este trabalho.

## RESUMO

O objetivo desta tese é discorrer sobre o *step-in rights* no *project finance* no Brasil, haja vista os entraves existentes para a adaptação deste direito no ordenamento jurídico brasileiro. Os esforços para tal adaptação são necessários, na medida em que sua aplicação confere ao credor uma ferramenta eficaz como garantia do pagamento da dívida. Importante ressaltar que o financiamento de projetos é um modelo muito utilizado para custear grandes obras de infraestrutura, tão necessárias no Brasil, um país em desenvolvimento. O trabalho no início aborda o conceito e as características da modalidade *project finance*, bem como oferece breve contexto histórico da sua origem no direito anglo-saxão. Em seguida, trata do *project finance* no Brasil, com destaque ao momento das privatizações e ao papel desempenhado pelo BNDES. Finalmente, aborda os entraves para a aplicação do *step-in rights* no ordenamento jurídico brasileiro e, então, oferece análise a 3 (três) possíveis alternativas: (i) instituição de restrições ao direito de voto no contrato de penhor de ações da companhia devedora; (ii) usufruto condicional sobre as ações da companhia devedora; e (iii) *golden shares*. Por fim, faz considerações a respeito do uso desta ferramenta no âmbito da lei de concessões de serviços públicos e parcerias público-privadas, que demonstram avanços sobre o tema e a indicação da possibilidade da aceitação do *step-in rights* em um contexto diferente das concessões e parcerias público-privadas.

**Palavra-chave:** 1. Direito. 2. *Project Finance*. 3. *Step-in rights*.

## ABSTRACT

The scope of this thesis is to describe about step-in rights in the project finance in Brazil, due to the existing barriers to the adaptation of such right in the Brazilian legal system. The efforts to such adaptation are necessary, as long as its application provides to creditor an efficient tool to secure the payment of the debt. Important to highlight that project finance is a model largely applied to finance large infrastructure projects, so necessary in Brazil, a country under development. This work in the beginning mentions the concept and features of the type of loan “project finance”, as well as offers briefly the historic context of its origin in Anglo-saxon Law. Then, treats the project finance in Brazil, with stress to the moment of privatization and the role played by BNDES. Finally, treats the barriers to the application of step-in rights in the Brazilian legal system and, then, offers analysis of three (3) possible alternatives: (i) institution of restrictions to voting rights in the pledge of debtor company’s shares agreement; (ii) conditional use of shares of the debtor company; and (iii) golden shares. In the end, makes considerations regarding the use of such tool under the public services concessions and public-private partnerships, which demonstrate advances on the issue and indicate the possibility to acceptance of step-in rights in a context other than the public services concessions and public-private partnerships.

**Keywords:** 1. Law. 2. *Project Finance*. 3. *Step-in rights*.



## SUMÁRIO

<b>I.</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>01</b>
<b>II.</b>	<b><i>PROJECT FINANCE</i>.....</b>	<b>04</b>
<b>III.</b>	<b><i>PROJECT FINANCE</i> NO DIREITO BRASILEIRO.....</b>	<b>06</b>
<b>IV.</b>	<b>GARANTIAS DO <i>PROJECT FINANCE</i> (<i>SECURITY PACKAGE</i>) .....</b>	<b>10</b>
<b>V.</b>	<b><i>STEP-IN RIGHTS</i> NO SISTEMA <i>COMMON LAW</i>.....</b>	<b>13</b>
<b>VI.</b>	<b><i>STEP-IN RIGHTS</i> NO DIREITO BRASILEIRO.....</b>	<b>15</b>
<b>VI.1.</b>	<b>Limitações ao Exercício do Direito de Voto dos Acionistas da SPE.....</b>	<b>18</b>
<b>VI.2.</b>	<b>Instituição de Usufruto Condicional sobre as Ações da SPE.....</b>	<b>21</b>
<b>VI.3.</b>	<b><i>Golden Shares</i>.....</b>	<b>23</b>
<b>VII.</b>	<b><i>Step-In Rights</i> no Âmbito das Concessões e Parcerias Público-Privadas.....</b>	<b>26</b>
<b>VIII.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>28</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>31</b>
	<b>OBRAS COMPLEMENTARES.....</b>	<b>34</b>

## I. INTRODUÇÃO

O *project finance* é um financiamento, ou seja, mútuo com finalidade específica, cujos recursos disponibilizados são destinados exclusivamente à execução de um projeto. Como característica desta espécie de financiamento, o crédito tomado deverá ser pago com receitas geradas pelo próprio projeto.

De acordo com John D. Finnerty<sup>1</sup>, a característica fundamental que distingue o *project finance* dos demais financiamentos é que o projeto é uma entidade jurídica distinta, onde seus ativos, contratos e fluxo de caixa são segregados da entidade patrocinadora (acionistas ou sócios quotistas, conforme o caso). Há o isolamento do risco do projeto ao próprio projeto, de modo que todos os direitos, obrigações e garantias devem ser relativos ao empreendimento, e não a seus patrocinadores.

O pagamento do financiamento é baseado exclusivamente na receita gerada ou a ser gerada pelo empreendimento, cujo fluxo de caixa é, inclusive, garantia do empréstimo.

Disso decorrem outras peculiaridades, tais como as destacadas por Luiz Borges, na Revista BNDES de junho de 1998<sup>2</sup>:

Na realidade, o *project finance* é mais do que isso, pois se trata de uma engenharia de projeto estruturado para segregar o risco, preservar a capacidade de endividamento de seus empreendedores ou patrocinadores, dividir o risco entre vários interessados, economizar no pagamento de tributos, levar adiante um projeto grande demais para um só patrocinador ou evitar a necessidade de garantias reais, utilizando apenas a garantia de recebíveis do próprio projeto (fluxo de caixa autogerado).

Enquanto que no chamado *corporate finance* a análise de crédito é baseada fundamentalmente nos ativos e capacidades dos acionistas investidores, no *project finance*

---

<sup>1</sup> FINNERTY, John D. *Project Finance: Engenharia Financeira Baseada em Ativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

<sup>2</sup> BORGES, Luis Ferreira Xavier. *Project Finance e Infra-Estrutura: Descrição e Críticas*. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, nº 9, jun. 1998.

prepondera os ativos do projeto e a capacidade de geração de fluxos de caixa suficientes para pagar a dívida.

Não obstante isso, é importante ressaltar que, durante o período de implantação do projeto, os financiadores podem adotar garantias advindas do projeto combinadas com garantias outorgadas pelos acionistas:<sup>3</sup>

(...) os financiadores podem recorrer – integralmente (full-recourse) ou não recorrer (no-recourse) – aos ativos dos investidores para assegurar o pagamento do crédito. Ou seja, embora seja desejável, não há a obrigatoriedade de os projetos serem completamente autossuficientes desde o seu início, de modo que os credores prescindam da solidariedade dos patrocinadores.

É no âmbito das garantias do *project finance* que se insere o chamado *step-in right* ou, conforme leciona José Virgílio Lopes, “(...) *the right to step into the shoes of*, que pode ser traduzida como o direito de assumir a posição de alguém, de substituí-lo em determinado papel (...).” A cláusula de *step-in* permite aos financiadores, numa situação de inadimplemento, assumir o comando da administração do projeto, de modo a viabilizar e priorizar o pagamento do empréstimo.

O racional do *step-in*, do ponto de vista do projeto em si, “é o reconhecimento de que os acionistas e a administração da companhia não foram capazes de fazer uma boa gestão, devendo ser substituídos, ainda que temporariamente, por quem tenha condições de fazê-lo.”<sup>4</sup>

Ocorre que o *step-in rights* no direito brasileiro não encontra aplicação plena, pois esbarra na vedação ao pacto comissório, segundo a qual não é permitido ao credor ficar com o bem objeto da garantia, nos termos do artigo 1.428 do Código Civil. Nesse particular, esclarecemos que, no *project finance* no Brasil, as ações da SPE são normalmente objeto de

---

<sup>3</sup> FILHO, Nelson Fontes Siffert; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros das; SZUSTER, Fernanda Rechtan; SUSSEKIND, Cláudia Sardenberg. O Papel do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de Project Finance. BNDES Setorial. Rio de Janeiro, nº 29, p. 18.

<sup>4</sup> SIGOLLO, Angélica Ramos de Frias. **Poder de controle dos agentes financeiros no *project finance***. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

penhor ou alienadas fiduciariamente aos financiadores, de modo que, numa situação de inadimplemento em que os financiadores executassem tais garantias, as ações são obrigatoriamente vendidas judicial ou extrajudicialmente a um terceiro, sem a possibilidade dos financiadores deter para si a propriedade de tais ações, em razão da vedação ao pacto comissório.

Entretanto, apesar da limitação à aplicação da cláusula de *step-in rights* no direito brasileiro devido ao pacto comissório, podemos encontrar no ordenamento jurídico exceções, como aquela prevista no artigo 27-A, parágrafo segundo, da Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, conforme alterada e no artigo 5º, parágrafo segundo, inciso I, da Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada.

De acordo com tais dispositivos, os financiadores podem, em caráter temporário, assumir a administração da companhia devedora, para o fim de promover a reestruturação financeira da companhia. Ressalta-se, porém, que estas exceções se referem a contratos de concessão e contratos de parceria público-privada, com objetivo de, por meio da reestruturação financeira, assegurar a continuidade na prestação dos serviços. Não visa, propriamente, a satisfação dos credores, em caso de inadimplemento.

Enfim, nota-se que o *step-in rights* no Brasil requer ainda evolução, mas a sua previsão de forma expressa nas legislações de concessão de serviços públicos e de parcerias público-privadas indicam a possibilidade de sua aceitação em outros contextos, como nos financiamentos de projetos eminentemente privados.

Nesse sentido, nos parecem válidos os estudos para se compreender melhor o instituto do *step-in rights*, tal como utilizado no direito anglo-saxão, bem como os esforços para adequá-lo ao ordenamento jurídico brasileiro. Isso porque, trata-se de ferramenta importante do *project finance*, que, em última instância, visa assegurar maior controle dos financiadores sobre o recebimento do crédito concedido. Tal fato possibilitaria a redução do custo do financiamento, proporcionalmente à diminuição do risco do financiador. Nesse

processo deve-se, certamente, levar em conta os interesses de todos os *stakeholders*<sup>5</sup> no intuito de assegurar maior segurança jurídica aos financiamentos de projetos.

## II. *PROJECT FINANCE*

De acordo com Stefano Gatti, o *project finance* foi utilizado na construção de ferrovias norte americanas, entre 1840 e 1870.<sup>6</sup>

Em 1930, foi utilizado para financiar a construção de plataformas de exploração de petróleo, como o projeto *Wildcat*, desenvolvido por uma empresa de petróleo, no Texas e Oklahoma.

Nos anos 70, espalhou-se pela Europa, também para financiamento de projetos no setor de exploração de petróleo e de energia. A British Petroleum desenvolveu o projeto Forties Fiel, de US\$945 milhões, no Mar do Norte, a Freeport Minerals financiou a Ertsberg, uma mina de cobre na Indonésia, e a Conzinc Riotionto da Austrália, financiou a Boungainville, também uma mina de cobre na Papua Nova Guiné.<sup>7</sup> O empréstimo (principal e juros) era quitado com receitas decorrentes da venda de petróleo, cobre, etc., normalmente tendo os recebíveis de contratos de fornecimento de longo prazo como garantia do financiamento.

Nesse período, o *project finance* era utilizado em países desenvolvidos para custear empreendimentos tradicionais, conhecidos do mercado e de setores consolidados como construções de ferrovias, plataformas petrolíferas, plantas de geração de energia, etc. Assim, apesar de não contar com garantias dos patrocinadores, os riscos a que as instituições financeiras estavam expostas nesse tipo de transação poderiam ser considerados baixos.

---

<sup>5</sup> *Stakeholders* são todos os participantes do projeto, ou seja, acionistas, instituições financeiras, fornecedores, governo, entre outros.

<sup>6</sup> GATTI, Stefano. *Project finance in theory and practice: designing, structuring and financing private and public projects*. United States of America: Academic Press, 2013, p. 27.

<sup>7</sup> PEREIRA, Renato Sundin. *Project Finance como Fonte Alternativa de Recursos*. 2003, p. 17. Tese de pós-graduação em engenharia de produção – UFSC.

Conforme esclarece Gatti, do ponto de vista histórico, o *project finance* era utilizado em setores bem definidos, que tinham 2 (duas) principais características:

- (i) um mercado atraente, baseado em contratos de longo prazo de preços prefixados celebrados com grandes e financeiramente sólidos compradores (*offtakers*); e
- (ii) baixo nível de risco tecnológico na construção da planta.<sup>8</sup>

Posteriormente, nos anos 80 e 90, o financiamento de projetos passou a ser utilizado em segmentos menos tradicionais nos países desenvolvidos, tais como para construção de rodovias pedagiadas, hotéis e empreendimentos de lazer e estacionamentos, nos quais não havia um grande *offtaker* que assegurasse a receita do projeto. Nessa mesma época, o modelo passou também a ser exportado para países em desenvolvimento, como o Brasil. Em ambos os casos, a exposição ao risco por parte dos financiadores aumentou, se comparado com o período anterior.

Com a diversificação dos segmentos de aplicação, alguns projetos, dada as suas características, não permitiam taxas de retorno atraentes, de modo a compensar o risco a ser tomado pelo particular. Era o caso, por exemplo, da construção de escolas públicas. Nestas situações, o governo participava como um dos patrocinadores do empreendimento, injetando recursos, de forma a tornar interessante do ponto de vista econômico para a iniciativa privada determinado projeto de interesse público.

Quanto aos países em desenvolvimento, um dos fatores que contribuiu para o financiamento de projetos foi a necessidade de investimentos em infraestrutura, combinado com a falta de recursos para tanto.

---

<sup>8</sup>GATTI, Stefano. *Project finance in theory and practice: designing, structuring and financing private and public projects*. United States of America: Academic Press, 2013, p. 27.

Do ponto de vista dos financiadores, tratava-se de um mercado em expansão, mas ao mesmo tempo, de maior risco, devido à falta de certezas e previsibilidade, quanto aos aspectos políticos e econômicos.

### III. *PROJECT FINANCE* NO DIREITO BRASILEIRO

No Brasil, o ingresso do *project finance* ocorreu nos anos 90, como nova forma de financiamento do setor de infraestrutura, o qual havia sido concedido à iniciativa privada para exploração, após o processo de privatização.

Conforme esclarece Eduardo Salomão a respeito da estrutura jurídica do *project finance* no Brasil:<sup>9</sup>

(...), em relação a projetos no Brasil, o mecanismo para se obter o efeito de imputação da dívida do projeto a seus próprios resultados é a formação de uma sociedade separada para tomar os recursos emprestados e deter a propriedade dos ativos financiados. À mesma sociedade incumbirá também pagar principal e encargos, normalmente com recursos gerados pela venda da produção do projeto. Esta sociedade é normalmente controlada pelos empresários que tiveram a iniciativa da montagem do projeto.

O principal financiador nessa modalidade de empréstimo no Brasil é o BNDES, que desde os anos 90 faz uso do *project finance* para financiar grandes obras públicas de infraestrutura, por vezes atrelada a um contrato de concessão de serviço público, cujos recebíveis são dados em garantia do pagamento do empréstimo. Isamara Seabra descreve a atuação do BNDES<sup>10</sup>:

Deve ser ainda destacada que a principal aplicação de *project finance* no BNDES se refere ao apoio às SPEs que são formadas pelos vencedores de certames licitatórios de concessões públicas. As dívidas das SPEs são pagas com os recebíveis obtidos com a exploração das concessões, com destaque para os projetos dos setores de energia elétrica, telefonia e rodoviário. No BNDES, o setor que mais se utilizou de financiamentos estruturados na base de *project finance* foi o de energia, tendo havido diversas operações de financiamento desde 2003.

---

<sup>9</sup> NETO, Eduardo Salomão. **Direito Bancário**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2014, p.345.

<sup>10</sup> SEABRA, Isamara. A Importância do *Project Finance* no Desenvolvimento das Empresas Brasileiras. In: CALDAS, Roberto Correia da Silva Gomes; NEVES, Rubia Carneiro (Org.). *Atuação Empresarial no Estado Democrático de Direito*. São Paulo: Clássica, 2013. p. 242.

Segundo Alcides Lopes Tápias, as primeiras operações de *project finance* no Brasil foram possíveis graças à atuação do BNDES e BNDESPar, cumprindo seu papel de indutor de desenvolvimento econômico e social.<sup>11</sup> Alcides destaca os seguintes empreendimentos: a concessão de manutenção e operação da Rodovia Presidente Dutra (Via Dutra), Ponte Rio-Niterói e Usina Hidrelétrica de Serra da Mesa.

Sobre o *Project Finance* no Brasil, descreve Claudio Bonomi:

No Brasil, o *Project Finance* surgiu como forma de financiamento nos anos 90, em decorrência do processo de privatização. 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. Esta 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.

Portanto, o *project finance* foi a alternativa encontrada para viabilizar a construção de obras de infraestrutura no país durante o período pós abertura de mercado e de privatizações.

Nesse contexto, destacam-se as concessões de serviços públicos, por meio das quais houve a transferência da titularidade na prestação de determinados serviços do poder público para a iniciativa privada, tais como fornecimento de energia, transportes e telefonia, cujo marco regulatório é a Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, conforme alterada. A doutrina assim define a concessão de serviço público:

---

<sup>11</sup> BONOMI, Claudio Augusto e MALVESSI, Oscar. Introdução de TÁPIAS, Alcides Lopes. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos*. São Paulo: Atlas, 2002, p 4. SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. Garantias em *Project Finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Org.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 366.



Concessão de serviço público é o instituto através do qual o Estado atribui o exercício de um serviço público a alguém que aceita prestá-lo em nome próprio, por sua conta e risco, nas condições fixadas e alteráveis unilateralmente pelo Poder Público, mas sob garantia contratual de um equilíbrio econômico-financeiro, remunerando-se pela própria exploração do serviço, em geral e basicamente mediante tarifas cobradas diretamente dos usuários do serviço.<sup>12</sup>

A receita do empreendimento advém da cobrança de tarifa pela utilização do serviço, e, com base nessa receita, o empréstimo será pago. A principal garantia nesses casos são os recebíveis decorrentes do contrato de concessão celebrado, em que é previsto o direito da SPE de cobrar tarifas pelo serviço. Nestes casos, opta-se por constituir uma garantia real sobre tais recebíveis, sem prejuízo de se exigir também eventuais garantias adicionais por parte dos acionistas (*full recourse*).

Outro marco importante, que surgiu logo após as privatizações, foram as parcerias público-privadas, objeto da Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada. Conforme esclarecem Bonomi e Malvessi, trata-se de:

(...) execução de obras, serviços e atividades de interesse público, derivada de projetos de inspiração pública ou privada (processo de manifestação de interesse), cuja responsabilidade pelo investimento e pela exploração incumbe, no todo ou em parte, ao ente privado. A viabilidade econômico-financeira do empreendimento depende de um fluxo de receitas total ou parcialmente proveniente do setor público, cujos pagamentos serão feitos exclusivamente em função do atendimento de indicadores acordados e contratados entre as partes.<sup>13</sup>

Isso porque, as parcerias público-privadas visam viabilizar a realização de grandes empreendimentos, dividindo os riscos entre o poder público e o particular. De fato, no Brasil o *project finance* é muito utilizado para financiar obras levadas a cabo por meio de parcerias público-privadas. Nesse sentido, destacamos o trecho abaixo da Revista do BNDES:<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> MELLO, Celso Antônio Bandeira. *Curso de Direito Administrativo*. 32ª edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, páginas 725 – 726

<sup>13</sup> BONOMI, Claudio Augusto e MALVESSI, Oscar. Introdução de TÁPIAS, Alcides Lopes. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos*. São Paulo: Atlas, 2002, p 76.

<sup>14</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier; NEVES, Cesar das. *Parceria Público-Privada: Riscos e Mitigação de Riscos em Operações Estruturadas de Infra-Estrutura*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, vol. 12, nº 23, jun. 2005, p. 82.

A PPP para grandes projetos de infra-estrutura, tal como no caso dos participantes de um *project finance*, interessa a toda uma gama de agentes, entre os quais se destacam as empreiteiras, passando por consultoras, escritórios de assessoria (econômica, legal, técnica etc.) e, naturalmente, bancos e seguradoras. Entre os credores também podem ser listados os fundos de pensão de patrocinadores públicos ou privados e os fundos de investimento. (...).

Em linhas gerais, na concessão de serviço público, as receitas decorrentes da exploração do serviço (fluxo de caixa do projeto) são utilizadas para pagar a dívida e os recebíveis decorrentes do contrato de concessão são dados em garantia do referido financiamento. Já nas parcerias público-privadas, muito utilizadas em obras de infraestrutura, o fluxo de caixa do projeto é substituído, total ou parcialmente, pelos recursos públicos, com vistas a proporcionar maior segurança no retorno do capital investido, o que torna o empreendimento mais atrativo:

Especialmente quando aplicada à infra-estrutura, essa forma de atuação tem sido chamada de Parceria Público-Privada (PPP) e funciona de forma semelhante a um *project finance*, em que os recursos públicos substituem o fluxo de caixa do projeto, no todo ou em parte, aumentando sua atratividade para potenciais investidores. (...).<sup>15</sup>

Como nas parcerias público-privadas os recursos públicos visam assegurar parte do retorno do projeto, o risco a ser considerado pelos financiadores é o risco político que envolve o ente federal, estadual ou municipal, conforme o caso.

Nota-se por parte dos financiadores brasileiros a atenção específica com relação à constituição das garantias. Buscam assegurar, no caso de inadimplemento, não apenas a aquisição e realização dos recebíveis e ativos do projeto, mas também uma ingerência maior nas tomadas de decisões na administração do projeto, com vistas a prevenir eventuais efeitos materiais adversos à geração de caixa e o conseqüente inadimplemento da dívida.

As garantias frequentemente constituídas para assegurar o pagamento do financiamento são as garantias reais sobre os recebíveis e demais ativos do projeto, por meio

---

<sup>15</sup> BONOMI, Claudio Augusto e MALVESSI, Oscar. Introdução de TÁPIAS, Alcides Lopes. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos*. São Paulo: Atlas, 2002, p 71.

de penhor, hipoteca e alienação ou cessão fiduciária, podendo ainda haver garantias adicionais outorgadas pelos acionistas.

Além disso, recentemente ocorreram alterações nas leis de concessões de serviços públicos e de parcerias público-privadas, as quais estabeleceram a possibilidade da tomada do controle da companhia devedora pelos financiadores com o intuito de promover a reestruturação financeira e, assim, assegurar a continuidade da prestação dos serviços públicos. Trata-se de inovação legal que recepciona no direito brasileiro uma das mais relevantes garantias do *project finance*: a cláusula de *step-in rights*.

Trataremos deste assunto com maior profundidade no item VI.VI.4 abaixo, mas, antes disso, seguem algumas considerações a respeito das garantias do *project finance*.

#### **IV. GARANTIAS DO PROJECT FINANCE (SECURITY PACKAGE)**

O empréstimo por meio do *project finance* pressupõe que o pagamento do financiamento seja realizado com receitas geradas pelo próprio projeto.

As garantias outorgadas em favor dos financiadores são constituídas sobre todos ativos do empreendimento, presentes e futuros, de modo que os financiadores possam, numa situação limite, se apropriar do projeto e de seus ativos, executando-os judicial ou extrajudicialmente, para fins de quitação da dívida.

O papel das garantias é diminuir a exposição do risco dos financiadores, os quais são terceiros que disponibilizaram recursos para o projeto, mas não possuem envolvimento direto na sua realização e, portanto, não usufruirão de rendimentos proporcionais ao sucesso econômico do empreendimento.

Não obstante isso, os financiadores buscam, através do mecanismo das garantias, exercer o controle e monitoramento sobre o projeto, vislumbrando assegurar a geração de caixa para o retorno do capital emprestado.

As garantias normalmente adotadas no *project finance* são as reais, ou seja, a alienação ou cessão fiduciária de bens, ações e recebíveis, o penhor de bens móveis e recebíveis e hipoteca de imóveis.

Entretanto, além das garantias reais, também poderão ser utilizadas fianças dos patrocinadores, mas estas normalmente com valor abaixo do montante financiado e podendo ser executadas em casos especificados no contrato.

Além disso, costuma-se prever também mecanismos contratuais que visam mitigar determinados riscos do projeto identificados pelos financiadores. Por exemplo, estabelecer obrigações de aporte de recursos no projeto pelos acionistas (*equity contribution* ou *equity support*) em caso de quebra do orçamento ou insuficiência de recursos para conclusão do projeto. Trata-se, do ponto de vista técnico, não de garantia, mas de uma obrigação de fazer dos acionistas.

Apesar da proposta original do financiamento de projetos de limitar os riscos dos patrocinadores ao capital investido, com o passar dos anos, como vimos, foram necessárias adaptações a novos cenários, tal como o *project finance* em países em desenvolvimento como o Brasil, onde nem sempre os financiadores estão dispostos a emprestar recursos sem uma contraprestação direta dos patrocinadores.

Assim, em alguns casos, vemos também outorga de garantias por parte dos patrocinadores, principalmente durante o período pré-operacional. Nesse sentido, Fabrizio de Oliveira Sasdelli menciona:

Ainda cabe ressaltar que esse tipo de fiança é muito utilizada no âmbito do *Bridge Loan*, contrato de empréstimo de curto prazo, celebrado ainda no início do projeto, quando os riscos são maiores, uma vez que a SPE acabou de ser constituída, ainda não possuindo receitas e um fluxo de caixa satisfatório.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Org.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 375.

Considerando o grau de participação dos patrocinadores no *security package*, a doutrina classifica o *project finance* como:

- (i) *non-recourse*, que não permite aos credores acessar o patrimônio dos acionistas e/ou dos *sponsors* do empreendimento;
- (ii) *limited recourse*, formado por *mix* de garantias constituídas sobre ativos do projeto e outras outorgadas pelos acionistas, estas últimas válidas por parte do período do financiamento; e
- (iii) *full recourse*, em que a totalidade das obrigações do financiamento são garantidas por ativos do projeto e garantias adicionais prestadas pelos acionistas.<sup>17</sup>

Algumas garantias possuem particularidades que visam acompanhar a administração do projeto, com vistas a prevenir eventuais efeitos materiais adversos à geração de caixa e o consequente inadimplemento da dívida. A este respeito ressalta Fabrizio de Oliveira Sasdelli<sup>18</sup>, citando a obra de Scott L. Hoffman, que as garantias em um *project finance* servem a três principais propósitos, que seriam:

(...) (A) dar aos credores, com total preferência a terceiros, acesso a todas as receitas relacionadas ao projeto; (B) permitir que os financiadores assumam o projeto e o transfiram a terceiros, na hipótese de inadimplemento do financiamento (tendo em vista a vedação ao pacto comissório); e (C) não permitir que terceiros, estranhos ao financiamento e ao projeto, venham a compartilhar ou restringir o acesso dos financiadores a receitas do projeto.

Com relação ao item (B) da citação acima, a respeito da transferência do projeto a terceiros no caso de execução da garantia pelos financiadores, ressaltamos que se trata de uma adequação aos limites da lei brasileira - vedação ao pacto comissório, assunto que iremos explorar adiante.

---

<sup>17</sup> BONOMI, Claudio Augusto e MALVESSI, Oscar. Introdução de TÁPIAS, Alcides Lopes. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos*. São Paulo: Atlas, 2002, p 51-52.

<sup>18</sup> SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. *Garantias em Project Finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Org.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 366.

## V. *STEP-IN RIGHTS NO SISTEMA COMMON LAW*

No *common law*, a cláusula de *step-in* permite aos financiadores, numa situação de inadimplemento, assumir o controle e a administração da SPE que desenvolve o projeto.

Trata-se de uma ferramenta muito importante no âmbito do *project finance*, pela qual os financiadores conseguem intervir diretamente na má administração da SPE, a fim de tomar as providências que julgam necessárias para recuperar a companhia, antes que seja tarde.

A intervenção direta na administração da SPE se dá através da escolha, pelo financiador, de novos membros para ocupar os órgãos de administração da SPE, bem como no exercício do voto em assembleia, no lugar dos acionistas, sempre com o objetivo de reverter a situação financeira delicada da SPE. Em casos extremos, visará recuperar ao menos parte do valor da companhia, para então, vendê-la a um preço que seja suficiente para restituir o montante emprestado ou, ao menos, reduzir sua perda.

A cláusula de *step-in rights* é considerada como um dos remédios mais eficazes no âmbito do inadimplemento, quando comparada com os demais itens do *security package*. Isso porque, como se sabe, no *project finance*:

- (i) a concessão do crédito foi baseada exclusivamente no potencial de receita a ser gerada pelo empreendimento; e
- (ii) todos os ativos que compõem o empreendimento (e sobre os quais foram constituídas garantias) são necessários para viabilizar a referida geração de receitas.

Assim, caso ocorra a venda judicial ou extrajudicial de um desses ativos, os financiadores estarão necessariamente comprometendo a estrutura criada para gerar o fluxo de caixa, a qual, em última análise, será utilizada para quitar a dívida.

Nesse sentido, Stefano Gatti ressalta que o vencimento antecipado do financiamento, assim como a opção de se executar as garantias constituídas sobre os bens que compõem o projeto, são, na verdade, “remédios ilusórios”.<sup>19</sup>

*All this makes sense if the security in question has its own independent market value and was secured on the basis of that value. In project finance, the logic is completely different. Security is created on every asset that constitutes the project. The project has value only if it is up and running and can generate revenues, which are used to repay the project loan and to compensate sponsors. The individual economic value of the assets that are subject to security, if not, negligible, is by no means commensurate to the amount of the loan. And this value shrinks even more if the project defaults, which is precisely when the issue of security enforcement comes into play.<sup>20</sup>*

De fato, os ativos do projeto são mais valiosos na medida em que, juntos, servem para operar o projeto, o qual tem a capacidade de gerar as receitas para o pagamento do empréstimo. Isoladamente, estes bens valem o seu preço de mercado, que costuma ser menor e insuficiente para cobrir o valor do financiamento.

Portanto, diante de uma situação de inadimplência do financiamento pela SPE, com o conseqüente vencimento antecipado da dívida, muito provavelmente não será por meio da execução das garantias constituídas sobre os ativos do projeto que os financiadores conseguirão levantar os recursos suficientes para a quitação do débito.

---

<sup>19</sup> A alienação ou cessão fiduciária consiste na transferência da propriedade ao credor no momento da assinatura e registro do contrato em cartório, sob uma condição resolutiva (quitação da dívida pelo devedor). Por essa razão, diferentemente do caso do penhor e da hipoteca, o bem da garantia fiduciária não pode ser onerado novamente pelo devedor, uma vez que o bem já saiu de sua esfera patrimonial, ainda que em caráter resolutivo. Por meio da quitação da dívida, a condição se resolve, promovendo automaticamente o retorno da propriedade do bem para o devedor.

<sup>20</sup> Tudo isso faz sentido se o bem dado em garantia em questão tem seu próprio valor de mercado independente e foi dado em garantia com base nesse valor. Em *project finance*, a lógica é completamente diferente. A garantia é constituída sobre todo ativo que compõe o projeto. O projeto tem valor apenas se estiver constituído e operante e puder gerar receitas, que são usadas para pagar o financiamento do projeto e recompensar os patrocinadores. O valor econômico individual dos ativos que são objeto da garantia, se não forem desprezíveis, de nenhuma forma serão avaliados pelo valor do empréstimo. E esse valor encolhe ainda mais se o projeto falha, que é precisamente quando a execução das garantias passam a ser realizadas.

Uma outra possibilidade seria a venda judicial ou extrajudicial das ações da SPE. Busca-se, assim, transferir a um terceiro todo o empreendimento, que, em conjunto, tem maior valor, quando comparado à alienação dos bens considerados individualmente, dado o seu potencial de geração de receita. No entanto, se a SPE se encontra em situação financeira delicada, qual seria o valor de suas ações? Como ressalta Gatti: “*The more serious the crisis at hand, the lower the value of the company.*”<sup>21</sup>

É nesse contexto que se sobressai a cláusula de *step-in*. No *Common Law*, mediante o exercício desse direito, os financiadores poderão, então, apontar novos membros aos *boards* da SPE, bem como tomar as decisões diretivas da companhia, com o objetivo de reverter a sua situação financeira delicada e sanear as dívidas. Em casos extremos, visará recuperar ao menos parte do valor da companhia, para então, vendê-la a um preço que seja suficiente para restituir o montante emprestado ou, ao menos, reduzir sua perda.

É importante ressaltar que não há, nos países do *common law*, notadamente Estados Unidos e Inglaterra, um prazo limite para o exercício do *step-in*, ou seja, os financiadores poderão permanecer na administração da SPE pelo tempo que julgar necessário para restabelecer sua capacidade de pagamento da dívida. Além disso, se eventualmente estabelecido o reequilíbrio das contas, os credores não têm a obrigação de devolver a titularidade do empreendimento aos antigos patrocinadores.

## **VI. STEP-IN RIGHTS NO DIREITO BRASILEIRO**

Ao importarmos o *project finance* para o Brasil, se fez necessário encontrar meios jurídicos para viabilizar a cláusula de *step-in*. Isso porque, no sistema *common law*, como dissemos, é permitido ao credor tomar para si as ações do projeto, no caso de inadimplemento do financiamento. No Brasil, no entanto, o credor é obrigado a proceder a venda, judicial ou extrajudicial, destas ações a um terceiro, em razão da vedação ao pacto comissório, nos termos do artigo 1.428 do Código Civil.

---

<sup>21</sup> Quanto mais séria é a crise, menor é o valor da companhia. – tradução livre



Inclusive, Scott L. Hoffman, ao tratar do *project finance* fora dos Estados Unidos, alertou para o risco de limitações ao pacote de garantias, em decorrência da legislação estrangeira à norte-americana:<sup>22</sup>

*(...). Lenders in transational projects do not always enjoy the predictability offered in the United States. There is no collection of international laws that govern the creation, perfection, and priority of security interests. It is the rare project financing that does not require compliance with the security laws of the host country, at least for part of the collateral. The risks presented by these laws must be understood and the requirements complied with.*<sup>23</sup>

Com relação ao pacto comissório, Modesto Carvalhosa esclarece que "fica o credor impossibilitado de incorporar no seu patrimônio as ações objeto do contrato de garantia no caso de inadimplemento do alienante."<sup>24</sup>

No direito brasileiro, ao excutir uma garantia, o credor deve aliená-la, utilizando os recursos obtidos com referida alienação para a satisfação de seu crédito.

Assim, devido ao pacto comissório, podemos considerar que o *step-in rights* dos financiadores no direito brasileiro seria possível tão somente para cumprir o escopo de preparar a companhia para venda judicial ou extrajudicial, e não efetivamente para sanear a crise financeira nela instalada, com vistas à satisfação do crédito. Nesse sentido, José Virgílio Lopes esclarece:

Para não incorrer na vedação ao pacto comissório, a assunção do controle direto sobre a sociedade, via exercício dos direitos políticos próprios da ação, deveria ser obtida com o intuito limitado de preparar a sociedade para sua alienação, via venda amigável de suas ações (totalidade dela, ou bloco que garanta a maioria do capital votante). Ou seja, a assunção do controle jamais poderia ser obtida com o intuito de perpetuar o financiador nessa

---

<sup>22</sup> HOFFMAN, Scott L. *The Law and Business of International Project Finance*. 3ª ed. New York: Cambridge University Press, 2008, p. 364 e 365.

<sup>23</sup> Tradução livre: "(...). Financiadores em projetos transnacionais nem sempre aproveitam a previsibilidade oferecida nos Estados Unidos. Não há compilado de leis internacionais que regulem a criação, constituição e prioridade sobre garantias. É raro o *project finance* que não requer cumprimento das leis sobre garantias do país anfitrião, ao menos parte das garantias. Os riscos apresentados por estas legislações devem ser entendidos e os requerimentos atendidos."

<sup>24</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedade Anônimas*. 7ª edição. São Paulo: Saraiva, 2013.

condição, ou considerar quitado o seu crédito, sob pena de configuração de pacto comissório vedado em lei.<sup>25</sup>

Adicionalmente, se considerarmos uma alienação fiduciária das ações da empresa investida, ao invés do penhor destas ações, então haveria que se considerar o conceito da propriedade fiduciária na análise do caso.

Autores como Namem Chalhub<sup>26</sup> entendem que não deveria ser vedado o credor ficar com a propriedade fiduciária no caso de excussão desta modalidade de garantia:

De outra parte, muito embora seja constituída para garantia, a propriedade fiduciária distingue-se dos demais direitos reais de garantia (hipoteca, penhor e anticrese) porque nestes o direito incide na coisa alheia e naquela se trata de direito real sobre coisa própria.

Dada essa configuração, não há que se cogitar da aplicação da regra do art. 765 do Código Civil (...).

De fato, como conceito, a alienação fiduciária tem o condão de transferir a propriedade ao credor no momento da assinatura e do registro do contrato no livro de ações nominativas, com condição resolúvel correspondente ao adimplemento do contrato de financiamento. Assim, somente quando cumpridas todas as obrigações pela companhia devedora, implementa-se a condição, e, como consequência disso, as ações voltam para a esfera patrimonial da SPE.

Caso ocorra o inadimplemento, não haverá a implementação da condição e, nesse caso, o credor permanecerá como titular do bem alienado fiduciariamente. Veja que a transferência da propriedade não acontece no momento em que ocorre o inadimplemento, mas antes, na assinatura e registro do contrato no livro de ações nominativas. Porém, há que se reconhecer que a transferência é estritamente com escopo de garantia, ou seja, não há transferência da propriedade plena.

---

<sup>25</sup> ENEI, José Virgílio Lopes; VIEIRA, Antonio Paulo Kubli. *Step-In Right* no Direito Brasileiro. Revista TN Petróleo, Rio de Janeiro, ano XV, nº 91, p. 180-182, set./out. 2013, p. 238.

<sup>26</sup> 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. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 234.

Sob esta lógica do momento da transferência da propriedade, a alienação fiduciária se difere do penhor, por exemplo, na classificação de crédito em uma situação falimentar. Os créditos garantidos por alienação fiduciária são considerados extraconcursais, sob o argumento de que já não integram a esfera patrimonial da companhia devedora. O crédito garantido por penhor, por outro lado, é o terceiro da lista de preferência, logo após os créditos trabalhistas.

Ora, se o tratamento dado à alienação fiduciária no âmbito da falência é o de que a propriedade foi transferida no momento da assinatura e registro do contrato no livro de ações, porque o mesmo entendimento não serviria para permitir a permanência das ações dadas em garantia fiduciária com o credor?

No entanto, mesmo em casos de alienação fiduciária de ações, em que pesem entendimentos contrários, prevalece a vedação ao pacto comissório.

Assim, considerando a importância da cláusula de *step-in rights* para o *Project Finance* e os entraves para sua utilização no Brasil, vislumbramos as alternativas a seguir expostas para adaptá-la às leis brasileiras, ressalvado, porém, que nenhuma delas adequa perfeitamente o instituto, tal como utilizado nos países de *common law*.

## **VI.1. LIMITAÇÕES AO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO DOS ACIONISTAS DA SPE.**

O penhor ou alienação fiduciária de ações da SPE são garantias reais que já são parte do *security package* do *project finance*.

No entanto, existe a possibilidade de se prever, no próprio contrato de penhor ou alienação fiduciária de ações, a necessidade do consentimento prévio, por parte do credor, para aprovação de determinadas matérias a serem deliberadas em assembleia geral de

acionistas, com fundamento no artigo 113 e parágrafo único da Lei das Sociedades por Ações.<sup>27</sup>

A cláusula de consentimento prévio aproxima-se da cláusula de *step-in rights*, na medida em que permite aos financiadores exercer o controle externo sobre a SPE do projeto, podendo interferir na administração da companhia, de forma a preservar seus interesses como credores.

Certamente, os assuntos que interferem de forma direta na continuidade do projeto têm fundamento para depender de aprovação prévia dos financiadores. Por exemplo, a contratação de novas dívidas pela companhia, instituição de novos gravames sobre os ativos do projeto, pedido de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial, término de qualquer contrato comercial relevante, distribuição de dividendos, realização de operações societárias ou reorganizações societárias e alterações no objeto social ou de demais cláusulas do estatuto social da companhia.

Há, no entanto, divergências quanto à possibilidade de o credor pignoratício poder exercer o direito à aprovação prévia do voto do acionista no âmbito da eleição dos administradores da SPE.

Isso porque, a legislação não define quais as matérias que podem ser objeto de aprovação prévia dos financiadores ou quais não estariam sujeitas a esse controle externo. Modesto Carvalhosa entende que deve ser restrito o alcance destas cláusulas que condicionam o voto dos acionistas ao consentimento prévio do credor, não podendo ter por objeto os “*atos ordinários da administração*”, como por exemplo a eleição dos administradores.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> LSA, Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

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

<sup>28</sup> Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Carvalhosa, Modesto. 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 525, citando *Sociedade por Ações*, Valverde, Trajano de Miranda, volume 2, p. 71: “Não pode, assim, o contrato de financiamento incluir cláusula de prévio consentimento de voto, no que respeita, v.g., à eleição dos administradores, ao aumento de capital social, à criação de ações

Por outro lado, Fabio Konder Comparato entende ser possível estabelecer no contrato de penhor a necessidade de consentimento prévio do credor para o voto do acionista em assembleia geral, com relação à eleição dos administradores:<sup>29</sup>

(...). Nada impede, porém, que as partes estipulem várias outras hipóteses de voto vinculado, notadamente quanto à eleição dos administradores e fiscais, à emissão de empréstimos debenturísticos, ou à mudança de objeto social.

Quanto à escolha dos membros da administração, entendemos ser possível também vincular à aprovação prévia dos credores. De todo modo é importante ressaltar que, diferente do *step-in rights* do *common law*, em que o credor passa a ter o direito de nomear os membros da administração da companhia de forma direta, no presente caso, os credores têm o poder de veto sobre a escolha destes membros, exercendo, portanto, por via indireta, sua ingerência na escolha dos membros da administração.

Assim, o direito à autorização prévia dos credores pignoratícios ou fiduciários para aprovação de determinadas matérias pelos acionistas, nos termos do artigo 113 e parágrafo primeiro da Lei das Sociedades por Ações, configura-se importante instrumento de controle externo por parte dos credores. Ainda que não proporcione a assunção na administração da SPE pelo credor, tal como tipicamente ocorre no *step-in rights* do *common law*, em determinada medida permite ao financiador influenciar as decisões em assembleias gerais. Cumpre, portanto, em determinado grau, a função do *step-in rights* do direito norte-americano e inglês.

Ressalte-se, por fim que, o consentimento prévio do credor com relação ao voto do acionista em assembleia geral também se distancia do *step-in* pelo fato de que o exercício deste direito não está condicionado a um *default* (inadimplemento contratual) da companhia. Na verdade, ele poderá ser exercido a partir da constituição da garantia pignoratícia ou alienação fiduciária sobre as ações, conforme o caso.

---

preferenciais, à eleição do Conselho Fiscal. (...).” “O prévio consentimento do credor não pode ter por objeto matéria de interesse social ordinário.”

<sup>29</sup> O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Comparato, Fabio Konder e Filho, Calixto Salomão. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 91.

## VI.2. INSTITUIÇÃO DE USUFRUTO CONDICIONAL SOBRE AS AÇÕES DA SPE

Maria Helena Diniz define o usufruto como “direito real conferido a alguém de retirar, temporariamente, da coisa alheia os frutos e utilidades que ela produz, sem alterar-lhe a substância.”<sup>30</sup>

Trata-se da transferência a um terceiro dos direitos de uso e gozo sobre o bem, sem a transferência da propriedade do referido bem, por tempo determinado. Conforme leciona Carlos Roberto Gonçalves.<sup>31</sup>

Caracteriza-se o usufruto, assim, pelo desmembramento, em face do princípio da elasticidade, dos poderes inerentes ao domínio: de um lado fica com o nu-proprietário o direito à substância da coisa, a prerrogativa de dispor dela, e a expectativa de recuperar a propriedade plena pelo fenômeno da consolidação, tendo em vista que o usufruto é sempre temporário; de outro lado, passam para as mãos do usufrutuário os direitos de uso e gozo, dos quais transitoriamente se torna titular.

Outra possível forma de estruturação da cláusula de *step-in rights* no direito brasileiro seria através da gravação das ações da SPE com o direito real de usufruto em favor dos financiadores, sob a condição suspensiva correspondente ao inadimplemento da SPE. Nesse sentido, José Virgílio esclarece:

Ocorrido o inadimplemento e entregue a notificação pelo financiador, opera-se automaticamente a eficácia do usufruto, prevendo o respectivo instrumento de constituição o direito de o financiador, investido na posição de usufrutuário, exercer livremente o direito de voto sobre as ações em usufruto. Tendo sido o instrumento de usufruto registrado no livro da sociedade na data de sua constituição, não haveria qualquer impedimento de ordem prática ao exercício do direito de voto e seu acatamento pela sociedade.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Diniz, Maria Helena, *in* Código Civil Anotado, Editora Saraiva, 2003. p. 910.

<sup>31</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro – Direito das Coisas. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2009. vol. V. p. 450.

<sup>32</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance* Financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, *leveraged buy-outs* e outras figuras afins). São Paulo: Editora Saraiva, 2007. p. 241.

Por meio do usufruto condicional sobre as ações da SPE, os financiadores passam a exercer, na hipótese de inadimplemento, o controle direto sobre a companhia, podendo inclusive eleger os administradores, tal como permitido no *step-in rights* do *common law*.

De outro lado, é importante ressaltar que o usufruto previsto no direito brasileiro tem caráter temporário e não tem o condão de conferir ao seu titular o direito de disposição da coisa. Assim esclarece Carlos Roberto Gonçalves:

Caracteriza-se o usufruto, assim, pelo desdobramento, em face do princípio da elasticidade, dos poderes inerentes ao domínio: de um lado fica com o nu-proprietário o direito à substância da coisa, a prerrogativa de dispor dela, e a expectativa de recuperar a propriedade plena pelo fenômeno da consolidação, tendo em vista que o usufruto é sempre temporário; de outro lado, passam para as mãos do usufrutuário os direitos de uso e gozo, dos quais transitoriamente se torna titular.

Logo, no caso do usufruto condicional das ações da SPE, os financiadores poderão, uma vez ocorrido o inadimplemento, gozar dos direitos políticos decorrentes das ações, mas tal exercício será sempre por tempo determinado. A data limite poderá ser a data da quitação integral da dívida ou mesmo a data de vencimento do contrato de financiamento.

Além disso, uma vez que a propriedade do bem pertence ao nu-proprietário e não ao usufrutuário, não é possível cogitar a alienação das ações pelo financiador a um terceiro. Portanto, caso fosse necessária a venda das ações, judicial ou extrajudicial, os financiadores teriam que realizá-la por meio de outras garantias, como o penhor ou alienação das ações mencionados acima.

Assim, nos termos acima, parece-nos ser possível considerar o usufruto condicional como forma de garantia de um *project finance*, com vistas a produzir os efeitos, ao menos em parte, de uma cláusula de *step-in rights* do *Common Law*, na medida em que, sobrevindo o *default* (falta do pagamento tempestivo da dívida ou descumprimento de qualquer outra obrigação contratual), implementa-se a condição, e os credores passam a exercer os direitos de uso e gozo político decorrente do usufruto das ações, de forma automática, tal como deverá estar previsto no livro de registro de ações da companhia devedora.

### VI.3. GOLDEN SHARES

As chamadas ações preferenciais de classe especial podem também ser alternativa para permitir o controle da companhia devedora pelos financiadores, na hipótese de inadimplemento, similar ao mecanismo decorrente da cláusula de *step-in rights* do direito anglo-saxão.

Ainda que a aplicação das *golden shares* fora do contexto das privatizações seja objeto de discussão, parece-nos ser possível admiti-las no âmbito da relação entre particulares, com o fim de preservar interesses de terceiros, como, por exemplo, um credor. Nesse sentido, descreve Juliana Krueger Pela:<sup>33</sup>

Assim como as classes de ações ordinárias, as *golden shares* procuram compor interesses distintos, trazendo para o *locus* decisório interesses que não seriam contemplados de outra forma. Nas companhias privatizadas, o interesse do particular que adquire o controle da companhia estatal, de um lado, e o interesse nacional ou o interesse público, de outro, e nas companhias privadas, o interesse de terceiros que mantém relações com a sociedade e o interesse do acionista controlador, por exemplo.

A Lei das Sociedade por Ações prevê no parágrafo sétimo do artigo 17 a possibilidade da existência das *golden shares*, chamadas de “ações de classe especial”:

Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.

Não obstante a previsão expressa da lei sobre “ações de classe especial” se dirigir às companhias objeto de desestatização, podemos identificar outros dispositivos da referida norma, aplicáveis tanto a empresas estatais como privadas, que possibilitam conferir a determinadas ações preferenciais poderes semelhantes àqueles previstos no parágrafo sétimo do artigo 17 acima transcrito.

---

<sup>33</sup> As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro. Pela, Juliana Krueger. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2012, p. 146.



É o caso do parágrafo segundo do artigo 17, segundo o qual o estatuto social da companhia pode prever “outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito”. E o artigo 18 e seu parágrafo único estabelece que “o estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração”, bem como que “o estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

Ora, se a lei das sociedades por ações permite a qualquer sociedade anônima a criação de ações preferenciais que confere o direito de eleger em votação em separado os membros do órgão de administração, bem como a possibilidade de se subordinar as alterações estatutárias à aprovação dos acionistas preferencialistas, pode-se concluir que tais prerrogativas geram os mesmos efeitos das “ações de classe especial”. Assim, nos parece ser possível admitir o uso das *golden shares* nas companhias privadas.

Sobre elas, Fabio Konder Comparato relata:

(...). Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho, pode-se controlar a sociedade. Esses poderes são atribuídos a ações preferenciais de classe especial (*golden shares* – art. 18 da lei societária) (...).<sup>34</sup>

Admitido, portanto, o uso das *golden shares* tanto no âmbito das empresas estatais quanto das empresas privadas, resumimos suas principais características:

- (i) conferir direito de eleger em votação em separado os membros do órgão de administração; e
- (ii) condicionar a aprovação em assembleia especial de propostas de alterações no estatuto social da companhia.

---

<sup>34</sup> O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Comparato, Fabio Konder e Filho, Calixto Salomão. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 77.

A propósito, essa segunda característica equipara-se ao poder de veto pelos acionistas preferencialistas, conforme nos esclarece Juliana Krueger Pela:<sup>35</sup>

Observa-se, dessa forma, perfeita coincidência entre o direito político atribuído às classes de ações preferenciais em virtude do parágrafo único do artigo 18 e uma das principais prerrogativas inerentes às *golden shares*: o veto. (...), o poder de veto caracteriza a *golden share* e possibilita a intervenção do respectivo titular no processo decisório dos órgãos da companhia, especialmente da Assembleia Geral que tiver por objeto deliberar sobre alteração estatutária.

Assim, dadas as suas características, as *golden shares* podem ser utilizadas como uma forma de adaptar a cláusula de *step-in rights* do *common law* ao direito brasileiro. Para tanto, há que se prever no estatuto social estas ações, e outorgá-las às instituições financeiras credoras do projeto. O estatuto social deverá estabelecer ainda as matérias sujeitas à aprovação, em assembleia especial, dos titulares das *golden shares*, tais como: a contratação de novas dívidas, instituição de novos gravames sobre os ativos do projeto, pedido de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial, término de contrato comercial relevante, etc.

Dessa forma, haverá a transferência do poder político da companhia aos financiadores (eleição de membros da administração e poder de veto em alterações estatutárias) e a permanência dos direitos econômicos com os acionistas (direito aos dividendos, etc).

Semelhante ao que ocorre no *step-in rights* do *common law*, as *golden shares*, quando outorgadas aos credores do projeto, lhes permitirá escolher os membros da administração e, por via indireta, lhes conferirá o poder de influenciar as decisões em assembleias gerais, através da necessidade aprovação de determinadas matérias em assembleia especial. Cumpre, portanto, em determinado grau, a função do *step-in rights* do direito norte-americano e inglês.

Por derradeiro, vale ressaltar que as *golden shares* seriam constituídas no momento de criação do estatuto da SPE ou no momento anterior à contratação do *project*

---

<sup>35</sup> As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro. Pela, Juliana Krueger. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2012, p. 155.

*finance*. Em ambas as situações, os credores passam a ter maior ingerência sobre a SPE desde a criação das *golden shares* e não ficam condicionados a um *default* (inadimplemento contratual) da SPE, o que, neste ponto, difere da cláusula de *step-in rights*.

#### **VI.4. STEP-IN RIGHTS NO ÂMBITO DAS CONCESSÕES E PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS**

Sem prejuízo do disposto acima, a cláusula de *step-in rights* foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, que acresceu o artigo 27-A à Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, que trata das licitações e concessões de serviços públicos, e alterou o artigo 5º, parágrafo segundo, bem como acresceu o artigo 5-A à Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004, que trata das parcerias público-privadas.

O artigo 27-A da lei das concessões bem como o artigo 5-A, juntamente com o previsto no artigo 5 da lei das parcerias público-privadas, estabelecem que, no intuito de promover a reestruturação financeira da SPE e assegurar a continuidade da prestação dos serviços, poderá ocorrer a transferência do controle ou da administração temporária da SPE aos financiadores.

No primeiro caso, trata-se da transferência da propriedade das ações do projeto aos financiadores, em caráter resolúvel.<sup>36</sup> E, no segundo caso, os financiadores passam a exercer a administração temporária da SPE, sem a transferência da propriedade das ações, por meio da outorga de poderes para:

- a) indicar os membros do Conselho de Administração, a serem eleitos em Assembleia Geral pelos acionistas, nas sociedades regidas pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976; ou administradores, a serem eleitos pelos quotistas, nas demais sociedades;

---

<sup>36</sup> Artigo 5-A: Para fins do inciso I do §2º do art. 5º, considera-se: I - o controle da sociedade de propósito específico a propriedade resolúvel de ações ou quotas por seus financiadores e garantidores que atendam os requisitos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; (...).

- b) indicar os membros do Conselho Fiscal, a serem eleitos pelos acionistas ou quotistas controladores em Assembleia Geral;
- c) exercer poder de veto sobre qualquer proposta submetida à votação dos acionistas ou quotistas da concessionária, que representem, ou possam representar, prejuízos aos fins previstos no caput deste artigo;
- d) outros poderes necessários ao alcance dos fins previstos no caput deste artigo.

Ainda, é importante ressaltar que a administração temporária da SPE pelos financiadores, conforme autorizada pelo poder concedente, nos termos do contrato de concessão ou contrato de parceria público-privada, não imporá responsabilidade aos financiadores em relação à *tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados*. Assim, aparentemente, quis o legislador salvaguardar os financiadores de eventual assunção de obrigações da SPE, ao exercerem a administração temporária.

Não sabemos como será a aplicação do artigo 27-A da lei de concessões e artigo 5º, parágrafo segundo, inciso I, complementado pelo artigo 5-A da lei das parcerias público-privadas pelo judiciário brasileiro. Entretanto, ao que parece, o legislador quer sua aplicação semelhante à cláusula de *step-in rights* do direito norte-americano. Isso significa:

- (i) que por meio do exercício da cláusula de *step-in* prevista nestas legislações pode ocorrer a transferência do controle da companhia devedora aos financiadores, em caráter resolúvel, para o único fim de promover a reestruturação financeira e assegurar a continuidade na prestação dos serviços. Essa transferência das ações não seria decorrente de uma execução judicial ou extrajudicial do penhor constituído sobre tais ações, não devendo se falar, portanto, em conflito com a vedação ao pacto comissório;<sup>37</sup> e

---

<sup>37</sup> Vide artigo 1.428 do Código Civil: É nula a cláusula que autoriza o credor pignoratício, anticrético ou hipotecário a ficar com o objeto de garantia, se a dívida não for paga no vencimento.

- (ii) que há a possibilidade de transferência temporária da administração da SPE aos financiadores, com poderes de indicar membros a serem eleitos em assembleia geral e conselho fiscal, sem a transferência da propriedade das ações aos financiadores.

Por ora, é possível afirmar que a cláusula de *step-in rights* existe no direito brasileiro apenas no âmbito das concessões e parcerias público-privadas e com o escopo de impedir a interrupção da prestação dos serviços públicos.

Em outros financiamentos de projeto não se verifica a possibilidade de aplicação deste instituto, especialmente em razão da proibição do credor permanecer com o bem dado em garantia.

Dada a sua relevância, espera-se que o conceito do *step-in rights* seja incorporado pelo nosso ordenamento jurídico, como um instituto específico, capaz de fornecer aos financiadores maior ingerência na administração da companhia devedora em situações específicas. Assim, não necessitaremos dos esforços hoje realizados para a sua adequação aos instrumentos jurídicos disponíveis atualmente no direito brasileiro.

## VII. CONCLUSÃO

Por meio deste trabalho, procuramos identificar as possibilidades de se adaptar a cláusula de *step-in rights*, presente no *project finance* aplicado no direito anglo-saxão, ao ordenamento jurídico brasileiro, de modo a não esbarrarmos no pacto comissório, que corresponde à proibição do credor permanecer com o bem dado em garantia.

Parece-nos ser válido os esforços para fazer esta adequação, tendo em vista a importância desta cláusula para o *project finance*, na medida em que é o mecanismo mais eficiente do *security package*, já que as demais garantias, se executadas, comprometem a geração de fluxo de caixa do empreendimento. De fato, levando-se a cabo a execução do penhor sobre os bens e equipamentos do empreendimento e alienação fiduciária ou hipoteca

sobre os bens imóveis do projeto estar-se-á, na verdade, comprometendo o próprio projeto e, conseqüentemente, a capacidade de geração do fluxo de caixa que poderia pagar o financiamento.

Além disso, a cláusula de *step-in rights* visa, em última instância, assegurar maior controle dos financiadores sobre o recebimento do crédito concedido. A segurança jurídica na sua aplicação no Brasil trará benefício tanto aos credores quanto à companhia devedora, pois possibilitaria a redução do custo do financiamento, proporcionalmente à diminuição do risco do financiador.

As alternativas que identificamos para adaptar a cláusula de *step-in rights* no direito brasileiro, quais sejam: **(i)** limitações ao exercício do direito de voto dos acionistas da SPE, previstas no contrato de penhor de ações da SPE; **(ii)** instituição de usufruto condicional sobre as ações da SPE; ou **(iii)** criação de *golden shares*, possuem, cada qual, características que, em determinada medida, visam produzir os efeitos semelhantes à cláusula de *step-in* do direito anglo-saxão. Na verdade, tratam-se de instrumentos que proporcionam aos financiadores algum grau de ingerência sobre a administração da companhia devedora, por meio de controles externos.

Não obstante o disposto acima, nota-se uma tendência à aceitação da cláusula de *step-in rights* no nosso ordenamento. Isso porque, conforme destacamos ao longo deste artigo, as recentes alterações nas leis de concessões e de parcerias público-privadas permitem aos financiadores de projetos de infraestrutura ligados à prestação de serviços públicos tomar o controle ou a administração da companhia devedora para o fim de promover a sua reestruturação financeira. A diferença com o *step-in rights* do direito anglo-saxão é que o objetivo da lei brasileira ao permitir a transferência do controle ou da administração temporária da companhia devedora em situação financeira delicada aos financiadores é impedir a interrupção da prestação do serviço, enquanto que o *step-in* da *common law* visa reestruturar a companhia para possibilitar, em última instância, o pagamento do financiamento, seja por meio da retomada de fluxo de caixa positivo, seja pela venda a terceiros da SPE do projeto.

Enfim, a aceitação da cláusula de *step-in rights* em outros contextos que não os de concessões de serviços públicos e de parcerias público-privadas ainda é um caminho a ser percorrido no Brasil. Enquanto isso, valemos de institutos, como aqueles trabalhados neste artigo, para adaptar, na medida do possível, o *step-in rights* ao nosso ordenamento jurídico, tendo em vista a sua relevância para o *project finance*.

Permitir, sob nossas leis, a adoção da cláusula de *step-in rights* no âmbito do *project finance*, tal como utilizado no sistema *common law*, contribui para o desenvolvimento da infraestrutura no Brasil, pois, em última análise, estamos falando em redução de riscos por partes dos financiadores. Isso beneficia também os empreendimentos, pois com o risco menores, diminui também o custo dos recursos emprestados.

## BIBLIOGRAFIA

BONOMI, Claudio Augusto. *Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos*. São Paulo: Atlas, 2002.

FINERTY, John D. *Project Finance: engenharia financeira baseada em ativos*; tradução Bazán Tecnologia e Linguística, Carlos Henrique Trieschmann. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

BORGES, Luis Ferreira Xavier. *Project Finance e Infra-Estrutura: Descrição e Críticas*. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, nº 9, jun. 1998. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev905.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev905.pdf)>. Acesso em: 01 dez. 2015.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá e. *Project Finance: Considerações sobre a Aplicação em Infra-estrutura no Brasil*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol. 9, nº 18, p. 241-280, dez. 2002. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1808.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1808.pdf)>. Acesso em: 29 nov. 2015.

NETO, Eduardo Salomão. **Direito Bancário**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2014.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance*. São Paulo: Saraiva, 2007.

As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro. Pela, Juliana Krueger. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2012

SASDELLI, Fabrizio de Oliveira. Garantias em *Project Finance*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Org.). **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 363-383.



SEABRA, Isamara. A Importância do *Project Finance* no Desenvolvimento das Empresas Brasileiras. In: CALDAS, Roberto Correia da Silva Gomes; NEVES, Rubia Carneiro (Org.). **Atuação Empresarial no Estado Democrático de Direito**. São Paulo: Clássica, 2013. p.217-245.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedade Anônimas**. 7ª edição. São Paulo: Saraiva, 2013.

ENEI, José Virgílio Lopes; VIEIRA, Antonio Paulo Kubli. *Step-In Right* no Direito Brasileiro. **Revista TN Petróleo**, Rio de Janeiro, ano XV, nº 91, p. 180-182, set./out. 2013.

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**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro – Direito das Coisas. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2009. vol. V.

Diniz, Maria Helena, in Código Civil Anotado, Editora Saraiva, 2003.

SIGOLLO, Angélica Ramos de Frias. **Poder de controle dos agentes financeiros no *project finance***. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-082209/>>. Acesso em: 01 dez. 2015.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; NEVES, Cesar das. Parceria Público-Privada: Riscos e Mitigação de Riscos em Operações Estruturadas de Infra-Estrutura. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol. 12, nº 23, p. 73-118, jun. 2005. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2305.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2305.pdf)>. Acesso em: 29 nov. 2015.

TIMM, Luciano Benetti; D'AVILA, Anderson Jardim. Alienação Fiduciária em Garantia no *Project Finance* no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 14, vol. 51, p. 131-154, jan./mar. 2011.

PEREIRA, Renato Sundin. *Project Finance* como Fonte Alternativa de Recursos. 2003, p. 17. Tese de pós-graduação em engenharia de produção – UFSC.

FILHO, Nelson Fontes Siffert; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros das; SZUSTER, Fernanda Rechten; SUSSEKIND, Cláudia Sardenberg. O Papel do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de *Project Finance*. **BNDES Setorial**. Rio de Janeiro, nº 29, p. 03-36, mar. 2009. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/Set2901.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/Set2901.pdf)>. Acesso em: 29 nov. 2015.

FILHA, Dulce Corrêa Monteiro; CASTRO, Marcial Pequeno Saboya de. *Project Finance* para a Indústria: Estruturação de Financiamento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol. 7, nº 14, p. 107-124, dez. 2000. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1404.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1404.pdf)>. Acesso em: 01 dez. 2015.

## OBRAS COMPLEMENTARES

NEVITT, Peter K. e FABOZZI, Frank. *Project Financing*. 7ª edição. Londres: Euromoney Books, 2000.

NETO, Eduardo Salomão. Financiamento de projetos com recursos internacionais (*Project Finance*). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, vol. 7, nº 23, p. 53-92, jan./mar. 2004.

ZANCHIM, Kleber Luiz. Intervenção e *step-in rights*: um conflito de poder entre a administração pública e agente financiador nas PPPs brasileiras. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 45, nº 144, p. 194-207, out./dez. 2006.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants*: Instrumento de Garantia em *Project Finance*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, nº 11, jun. 1999. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.pdf)>. Acesso em: 29 nov. 2015.

CARDOSO, Luana Angélica Salomon. **A Alienação Fiduciária de Ações em Garantia e as Implicações no Direito de Voto, Direito aos Dividendos e na Troca de Controle da Companhia**. 2012. 108 f. Dissertação (Tese de pós-graduação em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais) - Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle Não Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

ABRAÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 12ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 20ª Edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 19ª edição. São Paulo: Saraiva, 2015. vol. 2.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro – Direito das Coisas**. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2009. vol. V.

FERNANDES, Jean Carlos. **Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito – A Posição do Credor Fiduciário na Recuperação Judicial da Empresa**. 2ª edição. São Paulo: Lumen Iuris, 2010.

PENTEADO, Mauro Bardawil. **O Penhor de Ações no Direito Brasileiro**. São Paulo: Malheiros, 2008.

NOGUEIRA, André Carvalho. Propriedade Fiduciária em Garantia: o sistema dicotômico da propriedade no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 11, nº 39, p. 56-78, jan./mar. 2008.

PRADO, Lucas Navarro; Ribeiro, Maurício Portugal. **Comentários à Lei de PPP – Parceria Público Privada – Fundamentos econômico-jurídicos**. São Paulo: Malheiros, 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Saraiva, 2005.

NETO, Francisco dos Santos Amaral. A Alienação Fiduciária em Garantia no Direito Brasileiro. In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Org.). **Doutrinas Essenciais - Obrigações e Contratos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. vol. 5, p. 315-334.

#### LEGISLAÇÃO

Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8987cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8987cons.htm). Acessado em: 29.11.2015.

Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em:  
<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2004-2006/2004/lei/111079.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2004/lei/111079.htm)>. Acessado em:  
29.11.2015.