

Atualidades

DIREITO DOS FINANCIADORES À CONCESSÃO NAS OPERAÇÕES DE “PROJECT FINANCE”

PAULO MEIRA LINS

EDUARDO SALOMÃO NETO

Introdução. O “project finance”, sua lógica e estrutura geral. Garantias, controle de contas do projeto e controle externo – A lógica do financiador. Objetos de garantia – A concessão e sua natureza jurídica no Direito Público. Participação no capital da concessionária: A) Lógica jurídica geral e lógica econômica; B) Enunciação do art. 27 da Lei n. 8.987/1995; C) Penhor, alienação fiduciária e propriedade fiduciária no Direito brasileiro – Diferenças relevantes; D) Impossibilidade de apropriação de garantias no Direito brasileiro. Soluções integrativas. Conclusão.

Introdução

O mercado brasileiro presencia virtuoso crescimento no número e no porte dos projetos de infraestrutura, comumente outorgados pelo Estado à participação privada por meio de concessões de serviços públicos regidas pela Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. A Lei de Concessões passou por várias reformas desde a sua promulgação, sendo as recentes alterações da Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005, importantes para modernizar o regime de financiamento das concessões, adequando-o a práticas internacionais de financiamento de projetos (*project finance*).

Foi neste contexto que a Lei n. 11.196/2005 acresceu o § 2º ao art. 27 da Lei n. 8.987/1995, outorgando aos financiadores o direito à assunção do controle da concessionária para promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade dos serviços. Esse direito de origem anglo-saxã é comumente conhecido como *step-in right* e a disciplina

de seu exercício permanece pouco explorada pelas doutrinas brasileira¹ e estrangeira.

Com efeito, a maioria dos trabalhos acadêmicos² sobre o *step-in right* preocupa-se

1. Com a exceção do excepcional trabalho de Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado, *Comentários à Lei de PPP* (Malheiros Editores, 2007), que ao analisar o art. 5º, I, da Lei n. 11.079/2004 estabeleceu os primeiros e firmes contornos do *step-in right* no âmbito do Direito Administrativo brasileiro.

2. V. Catherine Pedamon, “How is Convergence Best Achieved in International Project Finance”, 24 *Fordham Int’l L.J.* 1272 (2001); Gerard McCormack, *Corporate Rescue Law: an Anglo-American Perspective* (Cheltenham/UK, Elgar Publishing, 2008, pp. 53-56); Julian Franks e Oren Sussman, “Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies”, 9 *Review of Finance* 65 (2005); Vanessa Finch, “The Recasting of Insolvency Law”, 68 *The Modern Law Review* 713 (2005); Garham D. Vinter, *Project Finance: a Legal Guide* 3d (Suffolk/UK, Sweet & Hall, 2006, pp. 261-266); Jeffrey Delmon, *Project Finance, BOT Projects and Risk* (The Hague, Kluwer Law International, pp. 89-93); John Dewar, *International Project Finance: Law & Practice* (Oxford University Press, 2011, pp. 379-380); Jeffery Delmon e Victoria Rig Delmon, *International Project Finance and PPPs: a Legal*

em entender do que se trata, quais são suas características e elementos centrais, e não de sua aplicação. Esta compõe o principal objeto deste trabalho, cujo objetivo é delinear as possíveis hipóteses jurídicas de exercício do *step-in*, suas implicações jurídicas e práticas. É importante ressaltar que essas hipóteses produzem diferentes efeitos em termos da responsabilidade do financiador e questões relativas à sucessão, que não serão objeto de análise neste trabalho.

A análise centra-se na proposição de possíveis soluções integrativas ao conflito entre o *step-in right* e a vedação ao pacto comissório no Direito brasileiro. Para chegar a tais soluções, o trabalho inicialmente estabelece a lógica e estrutura geral do *project finance*, para assim passar à análise das garantias, suas diferenças e conexão com os interesses do financiador. Esclarecidos esses fundamentos, o artigo envereda pela descrição do problema acima referido e proposição das possíveis soluções.

O “*project finance*”, sua lógica e estrutura geral

Um importante traço distintivo costuma apartar os financiamentos de grandes projetos dos demais. Os mutuantes aceitam que em princípio seu crédito deve ser pago com recursos gerados pelo próprio projeto, ao invés de por um tomador de recursos autônomo e preexistente, cujo crédito tenha sido aprovado. Mesmo sofrendo importantes moderações em cada caso concreto, esse é um dos elementos

que condicionam a estruturação comercial e contratual destas operações.³

A causa disso é muitas vezes a própria dimensão dos projetos, principalmente os ligados à área de infraestrutura, que dificultam sua condução sob a responsabilidade patrimonial de um empresário único. A participação de financiadores em projetos de infraestrutura é fundamental para a viabilização da participação privada, já que tais projetos são intensivos em capital, de longa maturação e carregam riscos que o empresário comumente não possui capacidade financeira de suportar por si só.⁴ Cotizam-se assim vários interessados no projeto, como fornecedores de insumos e compradores em potencial de sua produção. Mas sem assumir total responsabilidade financeira pela operação de financiamento. Este deve ser quitado com base principalmente nos próprios resultados do projeto, que precisam ficar juridicamente vinculados à dívida.

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.⁵

3. Para uma boa descrição da estrutura contratual e negocial das operações de *project finance*, e como fundamento de muitas das informações deste capítulo, veja-se Philip Wood, *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans* (Sweet & Maxwell, 1995, pp. 3 a 34) e Eduardo Salomão Neto, *Direito Bancário* (Atlas, 2005, pp. 377 a 417).

4. Ademais, o custo de capital próprio do empresário é em regra maior do que o do financiador, aspecto que ressalta a necessidade de financiamento para reduzir o custo de capital do projeto, com redução do custo final ao usuário.

5. Os compradores da produção ou serviços do projeto ou vendedores de insumos para o projeto, a que acima aludimos.

Guide to Key Growth Markets (The Hauge, Kluwer Law International, 2010, pp. 51, 86); Tony Merna, Anthony Merna, Yang Chu e Faisal F. Al-Thani, *Project Finance in Construction: a Structured Guide to Assessment* (Oxford, Wiley-Blackwell, 2010, pp. 116-117); E. R. Yescombe, *Principles of Project Finance* (San Diego, Academic Press, 2002, pp. 91, 134); Stefano Gatti, *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects* (San Diego, Academic Press, 2008, p. 274).

Dito isto, o financiamento de projetos é usualmente uma operação de empréstimo sindicalizado, com lógica econômica diferenciada e adição de cláusulas e instrumentos assecuratórios.

A estrutura contratual básica dos financiamentos de projetos é a de um empréstimo sindicalizado. A este instrumento básico, normalmente denominado *Credit Agreement*, adicionam-se outros cuja finalidade é permitir a implementação e operação do projeto e dar garantias em termos jurídicos ou econômicos de sua viabilidade econômica e aptidão para gerar receitas.

O esquema contratual básico do empréstimo sindicalizado sofre evidentemente alterações. As principais regras específicas são os saques de recursos pela entidade financiada muitas vezes serem vinculados ao atendimento de custos específicos, as condições de desembolso incluírem a apresentação de certidões e autorizações governamentais necessárias e os juros flutuantes em regra. Há também o traço distintivo de vinculação de pagamentos aos financiadores, normalmente de principal, ao fluxo de recursos proveniente do projeto, o que não exclui o pagamento fixo de valor mínimo. A tal valor mínimo acrescem-se adicionais de acordo com o fluxo de recursos gerados, de tal forma que a rapidez da quitação do empréstimo seja diretamente proporcional ao sucesso financeiro do empreendimento.

O *Credit Agreement* tipicamente prevê ainda regras relativas a contas bancárias em que devem ser depositados os recursos desembolsados para o projeto, assim como contas em que devem ser depositados interinamente seus resultados, e cujo funcionamento devemos agora explicar. O objetivo final destas contas é controlar a destinação de recursos desembolsados para o empreendimento ou dele provenientes. Isso é formalizado através da assinatura de acordos entre os credores, a entidade financiada e os bancos onde as contas são mantidas, pelos quais estes últimos se obrigam a dar destinação específica aos

valores, ou seja, a só acolher saques em caso de se destinarem ao atendimento dos fins previstos nesses acordos. Alternativamente, as contas podem ser abertas em nome de um representante dos credores, que se obriga a somente efetuar saques nas condições estabelecidas nos acordos.

A casuística de rescisão do *Credit Agreement* mostra da mesma forma diferença em relação à do empréstimo comum, para refletir a mesma lógica. A sanção não é apenas a rescisão com vencimento antecipado, mas também a possibilidade de os bancos financiadores restringirem certas decisões relativas ao empreendimento. As consequências mais comuns do evento de inadimplemento são a suspensão de distribuições aos acionistas do projeto e a suspensão de saques dos recursos provenientes do financiamento. Eventualmente, pode também ocorrer a necessidade de aumento dos depósitos efetuados pela sociedade do projeto nas contas de reservas que vimos anteriormente. Por fim, a sociedade do projeto perde qualquer direito de saque, mesmo parcial, em relação às contas que mencionamos, as quais passam totalmente à administração dos financiadores.

Em algumas modalidades contratuais, acrescenta-se cláusula segundo a qual os valores depositados nas contas, após a ocorrência de evento de inadimplemento, serão obrigatoriamente transferidos aos credores para quitação total ou parcial do financiamento. Tal transferência será efetuada evidentemente apenas até o montante de principal, juros e outros encargos e multas em aberto.

Garantias, controle de contas do projeto e controle externo ***– A lógica do financiador***

As características acima descritas tornam o tema de garantias especialmente importante na matéria, pois afinal o patrimônio da sociedade financiada limita-se aos ativos do próprio projeto. Mas tornam o tema também especialmente sensível. Como no *project*

finance a entidade financiada tem apenas o projeto, se este não vai bem não haverá outros recursos para pagar o financiamento, e pouco adiantará antecipar seu vencimento. Assim, execução imediata da dívida e de suas garantias seriam medidas inócuas, que serviriam apenas para precipitar a falência do projeto e a liquidação de seus ativos por valor inferior ao que valem conjuntamente. Esta última situação seria bastante prejudicial aos interesses dos financiadores e, portanto, é evitada por eles. A típica reação do financiador após um evento de inadimplemento é usar seu poder de vinculação das garantias e controle sobre o fluxo de caixa do projeto para influenciar decisões administrativas, sem as quais a liberação de recursos para a continuação das obras não contará com o consentimento dos ditos financiadores.

Assim, uma importante característica, não jurídica, separa as garantias tradicionais daquelas outorgadas em operações de *project finance*: a intenção do credor. Enquanto como regra a intenção do credor ao obter garantias é poder executá-las para quitação de sua dívida, essa intenção é secundária no *project finance*. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. A principal esperança para o credor de pagamento integral do débito reside na continuação do empreendimento, com geração de recursos. A existência de garantias e a possibilidade de sua excussão servem como elemento de pressão para que os financiadores influenciem a construção e operação do projeto, caso o inadimplemento das obrigações a eles devidas seja iminente ou já tenha ocorrido.

A aquisição do controle sobre as contas do projeto, na forma que destacamos na seção anterior, se soma ao poder de pressão decorrente da possibilidade de execução das garantias.

A possibilidade de execução de garantias e prerrogativas dos financiadores sobre contas do projeto inadimplente faz com que,

em caso de dificuldades, o negócio caia para efeitos práticos sob a influência dominante dos financiadores. Através do controle das contas, ou seja, dos recursos para a continuação do empreendimento, podem impor a nomeação de administradores e a adoção de políticas administrativas, ou interromper o funcionamento do projeto pela excussão de suas garantias. A latência dessas ameaças, e a possibilidade de seu uso, se traduzem em poder do financiador.

Não são poucos, aliás, os exemplos no mundo dos negócios de situações em que terceiros, por deterem fonte de suprimento, financiamento ou direito de propriedade industrial relevante para a companhia, conseguem determinar sua política estratégica e mesmo administração diária. A essa situação doutrina clássica de Modesto Carvalhosa⁶ e Berle e Means⁷ chamou de controle externo.

6. “Controle externo” é o exercido através de outros meios que não o do voto majoritário. Assim, poderá o “controlador externo” ser até acionista da companhia; porém, o poder de efetivo comando que nela exerce não decorre do exercício do voto. O poder de domínio sobre a companhia se faz por outros fatores, sempre externos, notadamente de caráter contratual, decorrentes de endividamento da sociedade ou originados da intervenção do Estado no domínio econômico.

É o caso típico dos bancos de desenvolvimento (de fomento) e de investimento, inclusive fundos de pensão, que concedem às companhias privadas recursos de investimentos para a implantação e expansão das suas atividades empresariais, como, v.g., é o caso histórico do BNDES e da atuação de sua subsidiária BNDESPAR.

Esses recursos poderão ser concedidos sob a forma de financiamentos a longo prazo ou, então, mediante participação acionária minoritária ou não votante. Seja de uma forma ou de outra, o contrato e os acordos particulares entre a instituição financeira pública ou privada ou fundos de pensão, de um lado, e a companhia financiada, de outro, acabam por outorgar àqueles o “controle externo” da companhia (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª vol., Saraiva, 2011, p. 592).

7. “In the typical large corporation, however, control does not rest upon legal status. In these companies control is more often factual, depending upon strategic position secured through a measure of ownership, a share in management or an external circumstance important to the conduct of the enterprise. Such control is less defined than the legal forms, is more precarious, and

Objetos de garantia

– A concessão e sua natureza jurídica no Direito Público

Essa lógica de formação de controle externo para suprir a densidade econômica das garantias leva à busca de objetos de garantia aptos a assegurar tal controle.

O mais conspícuo de tais objetos seria a própria concessão, no caso de o projeto se destinar à prestação de serviços públicos. A concessão é na verdade o nome que se dá à posição contratual do concessionário em contrato administrativo que lhe confere a faculdade e a obrigação de prestar serviço público em certos termos. Ora, o art. 1.451 do Código Civil admite, por exemplo, que garantia como o penhor recaia sobre direitos, o mesmo fazendo o art. 1.361 do Código Civil⁸ e o art. 66-B da Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, em relação à propriedade e à alienação fiduciária, respectivamente. Entretanto, a posição contratual do concessionário não é apenas um direito, embora disso também seja composta: integram tal posição contratual obrigações, basicamente, de prestar os serviços nos termos de remuneração e especificações técnicas estabelecidos no contrato de concessão. Mais ainda, direitos e obrigações são inseparáveis, existindo uns em decorrência dos outros. Isso significa que, não sendo puramente composta de direitos, a posição do concessionário sob o contrato de concessão não é passível de cessão ou oneração. Por outro lado, o problema não pode ser resolvido dando-se em garantia apenas os

direitos que decorrem da concessão, porque no Direito Público estes são indivisíveis das obrigações e mesmo sua existência fica comprometida sem elas.⁹

Essa posição se aplica, também, à contratação de parcerias público-privadas com particulares, nos termos da Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Tais parcerias são modalidades de concessão que se destinam à transferência a particulares de serviços públicos ou obras públicas, com contraprestação pecuniária governamental ao parceiro privado. Nisso diferem da concessão tradicional, em que tal contraprestação inexistente.¹⁰

Não infirma tal posição o fato de o art. 28 da Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de

9. “Por decorrência, a concessão produz uma espécie particular de situação jurídica, que pode ser aproximada, mesmo, ao conceito de *status*. Reconhece-se que o vínculo da concessão se peculiariza por um complexo de poderes e deveres, relacionados com a satisfação do interesse público e pertinentes à disciplina ampla e exaustiva de todas as condutas do concessionário. A concessão não permite produzir-se autonomia do concessionário quanto à escolha dos fins a serem atingidos. Mesmo a autonomia de escolha acerca dos meios de atuação é relativa. O concessionário sujeita-se às determinações do poder concedente acerca da via mais adequada e eficiente de prestação do serviço público. Ele não é titular de direitos autônomos e individuais, que lhe atribuam liberdade de escolha acerca de seu destino. É juridicamente impossível dissociar os *direitos* do concessionário em face de seus *deveres*, especialmente diante da situação de sujeição jurídica em que se encontra. A isso se soma a existência de outros contratos, regidos pelo direito privado, de que participa o concessionário” (Marçal Justen Filho, *Concessões de Serviços Públicos*, Dialética, 1997, p. 284, não havendo destaque de texto no original).

10. Note-se, aliás, que o art. 16 da Lei n. 11.079/2004 autorizou a criação pela União, suas autarquias e fundações públicas de Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP). A finalidade de tal fundo, que tem natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio dos cotistas, é prestar garantias de pagamentos devidos pelos parceiros públicos. Nos termos do art. 18, § 1º, da Lei n. 11.079/2004, as garantias prestadas podem consistir em fiança sem benefício de ordem, penhor de móveis ou direitos, hipoteca, alienação fiduciária ou outras modalidades de negócios jurídicos com efeito de garantia. O FGP pode ainda contragarantir seguradoras, instituições financeiras e organismos internacionais, que por sua vez garantam o cumprimento de obrigações pecuniárias dos cotistas do FGP.

more subject to accident and change. It is, however, none the less actual. It may be maintained over a long period of years, and as a corporation becomes larger and its ownership more widespread, it tends towards a position of impregnability comparable to that of legal control, a position from which it can be dislodged only by a virtual revolution” (Adolf A. Berle e Gardiner C Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1991, pp. 74 e 75).

8. Tal artigo refere-se a “coisa móvel infungível”, e o art. 83, inciso III, do Código Civil considera os direitos bens móveis para os efeitos legais.

1995, determinar que dentro de certos limites podem ser oferecidos em garantia os direitos emergentes da concessão. Interpretar esta regra como permitindo que os direitos que derivam da concessão, principalmente o de prestar o serviço público mediante remuneração, seja dado em garantia, não seria correto. Seria impossível que só os direitos fossem dados em garantia e executados judicialmente, e não as obrigações, que, juntamente com os direitos, caracterizam a posição de concessionário. Por outro lado, admitir que as obrigações também são passíveis de transferência contraria frontalmente uma característica básica das garantias, a de só poderem recair sobre bens e não sobre obrigações. Em vista disso, preferimos interpretar o art. 28 da Lei n. 8.987/1995 como referindo-se à possibilidade de créditos pelo preço dos bens e serviços produzidos sob concessão poderem ser dados em garantia.

Participação no capital da concessionária

A) Lógica jurídica geral e lógica econômica

A lógica de que as garantias ideais devem transferir aos financiadores, mais do que a possibilidade de recomposição patrimonial, perspectiva de controle do projeto financiado, aponta para o uso como garantia também das participações societárias do bloco de controle na sociedade do projeto. Com a vantagem de que tal participação carrega consigo economicamente todo o patrimônio e posições jurídicas da sociedade do projeto, incluindo a concessão, se houver. Normas bastante estritas regulam esse processo, e devemos examiná-las.

A restrição a outorga da concessão em garantia, basicamente o fato de ser um feixe de direitos e obrigações, não se aplica no caso de participação na concessionária do projeto. Afinal, tal participação em uma sociedade anônima ou limitada, sujeitas ambas a limitação de responsabilidade dos sócios,

teria caráter apenas ou preponderantemente ativo. Ou seja, constituiria direito mais do que dever, e, portanto, estaria no rol dos ativos que podem ser dados em garantia.

E mais ainda: economicamente a sociedade do projeto se diferencia de seu controlador, embora ele possa ter sido levado em conta na outorga da concessão. Assim sendo, a transferência de sociedade que conta com organização empresarial, e não só com a concessão, para novo controlador, interfere menos com a concessão, se é que interfere, do que a simples mudança subjetiva de concessionário o faria. Reside aí o fundamento econômico da aceitabilidade da transferência do controle da sociedade concessionária em garantia, enquanto a própria concessão não seria transferível.

E há também um importante fundamento jurídico, o enunciado do art. 27, § 2º, da Lei n. 8.987/1995, que expressamente permite o uso de participação na concessionária como garantia. É isso que abordaremos a seguir.

B) Enunciação do art. 27 da Lei n. 8.987/1995

Aplica-se ao caso a disposição do art. 27 da Lei n. 8.987/1995, conforme alterado pela Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005:

“Art. 27. A transferência da concessão ou do controle acionário da concessionária sem prévia anuência do poder concedente implicará a caducidade da concessão.

“§ 1º. Para fins de obtenção da anuência de que trata o *caput* deste artigo, o pretendente deverá:

“I – atender às exigências de capacidade técnica, idoneidade financeira e regularidade jurídica e fiscal necessárias à assunção do serviço; e

“II – comprometer-se a cumprir todas as cláusulas do contrato em vigor.

“§ 2º. Nas condições estabelecidas no contrato de concessão, o poder concedente

autorizará a assunção do controle da concessionária por seus financiadores para promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços.

“§ 3º. Na hipótese prevista no § 2º deste artigo, o poder concedente exigirá dos financiadores que atendam às exigências de regularidade jurídica e fiscal, podendo alterar ou dispensar os demais requisitos previstos no § 1º, inciso I deste artigo.

“§ 4º. A assunção do controle autorizada na forma do § 2º deste artigo não alterará as obrigações da concessionária e de seus controladores ante ao poder concedente.”

Segundo o § 2º do dispositivo acima reproduzido, a autorização para transferência do controle da concessionária dada pelo poder público, com a consequente manutenção da concessão, fica assegurada em benefício de financiadores, condicionada apenas ao cumprimento das condições estabelecidas no contrato de concessão, ao atendimento das exigências de regularidade jurídica e fiscal e – se não alteradas ou dispensadas na forma do § 3º de capacidade técnica e idoneidade financeira pelo pretendente. Trata-se a autorização de ato administrativo vinculado da autoridade pública, que deve ser praticado sempre que presentes seus pressupostos. Só há discricionariedade do Poder Público em relação a incluir ou não entre tais pressupostos a exigência de capacidade técnica e idoneidade financeira.

Mencionamos anteriormente que os financiadores podem adquirir controle externo sobre o projeto em caso de inadimplemento, em virtude da possibilidade de executar garantias e por passarem a controlar as contas do projeto. Seria a aquisição desse controle sujeita a aprovação do poder concedente nos termos do art. 27, § 2º acima? Claramente não. No Direito brasileiro, há controle para efeitos legais apenas em caso de detenção de direitos de sócio que assegurem o comando da sociedade, segundo a regra do art. 116, letra “a” da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro

de 1976.¹¹ Mas o poder virtual do financiador não tem esteio em direitos de sócios, e sim em prerrogativas contratuais constantes dos financiamentos. Portanto, ocorrido o financiamento podem ser tais prerrogativas exercidas sem a necessidade de quaisquer aprovações governamentais ulteriores.

Em todo caso, a garantia que tem por objeto o controle acionário da sociedade titular do projeto poderá ser executada validamente, mesmo na falta de aprovação do poder concedente:¹² a concessão, entretanto, caducará em

11. Modesto Carvalhosa frisa isso em colorido texto sobre falácia do controle minoritário e do controle gerencial:

“Isto posto, os chamados ‘controle gerencial’ e ‘controle minoritário’ decorrem, com efeito, de raciocínio não jurídico, voltado, sobretudo, aos interesses pessoais dos despossuídos desse atributo legal. Temos, assim, a dedução meramente ‘lógica’ seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou, então, ‘gerencial’. Desse modo – sempre simplisticamente –, se não existe controle nos expressos termos do art. 116 da lei societária, outros controles surgem no seu lugar.

“Como referido, esse raciocínio *contra legem*, por isso que passa ao largo da definição legal do controle contido no art. 116 da lei societária, advém, outrossim, da transposição *tout court* da prática societária norte-americana. Assim, no aspecto semântico, o termo *control* no direito norte-americano significa ‘dominação’, ou seja, a assunção de fato do comando da sociedade por um grupo minoritário de acionistas ou diretamente pelos administradores, que, de fato, autonomamente o exerce.

“Isto posto, ‘comando’ não se confunde com controle entre nós, pois este é instituído em lei como atributo de acionista ou acionistas titulares da maioria absoluta das ações votantes. Há em nosso direito, *ex vi* da referida norma contida no art. 116 da Lei n. 6.404, de 1976, um princípio legal de governo da sociedade anônima, consubstanciado na instituição do controlador, ou seja, aquele que, por deter a maioria absoluta votante do capital social, tem permanentemente o poder de dirigi-la e o dever fiduciário de fazê-lo nos estritos termos do parágrafo único da mesma norma” (Modesto Carvalhosa, *Acordo de Acionistas*, Saraiva, 2011, pp. 201 e 202, texto não originalmente destacado).

12. Devemos notar que é prática usual que a tomada de garantias sobre quaisquer bens da sociedade do projeto, ou seus títulos de capital, seja submetida ao crivo e à aprovação prévia do poder concedente, por exigência dos financiadores e de seus consultores legais, antes do desembolso de quaisquer recursos. Isso porque o capital, principalmente estrangeiro, só se torna em regra

tal falta, destruindo ativo valioso da sociedade cujas ações ou quotas são objeto da garantia e, portanto, prejudicando indiretamente o valor das ações ou quotas.

C) Penhor, alienação fiduciária e propriedade fiduciária no Direito brasileiro – Diferenças relevantes

A transferência de ações ou quotas da sociedade concessionária a título de garantia pode se dar segundo as modalidades previstas para garantias reais sobre coisas móveis e direitos: o penhor, a alienação fiduciária e a propriedade fiduciária.

O penhor, em regra, depende para seu aperfeiçoamento da tradição do objeto da garantia (*caput* do art. 1.431 do Código Civil), sendo, portanto, contrato real. A tradição deve ser efetiva, também denominada real. No entanto, não é incomum na prática bancária que o objeto seja mantido em poder de terceiro ou do próprio devedor, na qualidade de depositários. Há, também, espécies de penhor em que o objeto necessariamente permanece com o devedor: o penhor rural, o industrial, o mercantil e o de veículos (parágrafo único do art. 1.431 do Código Civil). Ainda como ressalva à regra do *caput* do art. 1.431, não se pode exigir a transferência da posse do bem quando o penhor incidir sobre coisas incorpóreas, como os direitos, que não podem ser fisicamente entregues.

Para que os contratos de penhor tenham eficácia, por força do art. 1.424 do Código Civil, devem prever o valor do crédito, sua estimação ou valor máximo, o prazo para pagamento, a taxa de juros (se houver) e o bem objeto da garantia, com suas especificações.

Quanto ao objeto, o penhor pode se referir a quaisquer coisas móveis suscetíveis de alienação, incluindo os direitos, bens mó-

veis para os efeitos legais segundo o art. 83 do Código Civil.

Assim, tanto ações de sociedades anônimas quanto quotas de sociedades limitadas podem ser objeto de penhor. O direito de voto decorrente das ações empenhadas cabe ao devedor, e é em princípio irrestrito. No entanto, conforme o art. 113 da Lei n. 6.404/1976, o contrato que institui o penhor sobre as ações pode condicionar ao consentimento do credor pignoratício o voto nas deliberações que especificar. Deliberações que normalmente ficam condicionadas à aquiescência do credor são aquelas que podem causar depreciação no valor das ações ou alteração nos direitos conferidos ao seu titular, tais como fusão, incorporação, participação em grupo de sociedades, mudança do objeto, cisão, dissolução, alienação ou oneração de bens da companhia, investimentos, distribuição de dividendos etc.

No tocante às sociedades limitadas, deve-se ter em conta a relevante jurisprudência sobre penhor e, principalmente, penhora de quotas. O entendimento do STJ é que as quotas são em regra passíveis de penhor e penhora. Havendo, no entanto, restrição no contrato social, tem prevalecido nas decisões do referido órgão a tendência de aceitar o penhor e a penhora,¹³ mas assegurando à sociedade a possibilidade de remir a execução ou as quotas, assim como o direito de preferência na aquisição destas (estendendo-se este direito também aos demais sócios). Há também, por outro lado, decisões que não admitem penhor ou penhora.¹⁴ Em ambas as linhas decisórias, apesar de sua contradição, observa-se que o STJ procura preservar a *affectio societatis*, não admitindo o ingresso automático de novo sócio, ou vedando-o por completo. Nossa opinião é que se deve per-

13. Decisão do STJ no REsp 30.854-SP – Recurso Especial 1992/0033414-8 e no REsp 147.546-RS – Recurso Especial 1997/0063436-1.

14. Decisão do STJ no REsp 148.947-MG – Recurso Especial 1997/0066174-1.

disponível na ausência de quaisquer dúvidas jurídicas ou práticas sobre a eficácia de garantias dadas.

mitir o penhor de quotas incondicionalmente sempre que, segundo o contrato social, não haja necessidade de aprovação da maioria ou totalidade dos sócios para a admissão de novo sócio. Se houver tal necessidade, a sociedade tem intuito pessoal e ainda assim deve o penhor ser admitido, só que em tal caso sua excussão fica condicionada à obtenção do consentimento dos outros sócios, sob pena de se frustrar o direito deles. É, portanto, de toda relevância que conste a autorização dos demais sócios expressamente do contrato social da sociedade concessionária do projeto.

É ainda conveniente a integralização das quotas. Se não estiverem integralizadas, restará uma obrigação de natureza ativa ao devedor pignoratício, a de pagar a integralização. A cota se transforma então em um feixe não só de direitos, mas também de obrigações. Se isso ocorrer, aplica-se a ela raciocínio semelhante ao que acima fizemos em relação às concessões: sendo feixe de direitos e obrigações, não pode ser transferida a título de garantia.

A alienação fiduciária em garantia foi criada pela lei sobre o mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965), tendo sua disciplina sofrido alterações em razão do Decreto-lei n. 911, de 1^a de outubro de 1969. Mais recentemente, a Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004, trouxe novas mudanças de seu regime jurídico. Já o Código Civil previu forma de garantia fiduciária em seus arts. 1.361 a 1.368, que chama de propriedade fiduciária, em tudo idêntica à alienação. As regras da propriedade fiduciária aplicam-se à alienação, quando não confrontarem com regras mais específicas desta (art. 1.368-A do Código Civil). Destacaremos nos parágrafos que seguem diferenças entre a alienação e a propriedade fiduciária, quando existirem. Na falta de tal notação, as mesmas regras apontadas em relação à alienação valem para a propriedade fiduciária.

Conforme opiniões doutrinárias e jurisprudenciais, a alienação fiduciária não poderia beneficiar credores estrangeiros de

qualquer natureza ou credores que não fossem instituições financeiras.¹⁵ Não obstante a possível eficácia até hoje de tais restrições, a discussão perdeu parcialmente seu sentido em razão do advento do Código Civil, que permitiu a constituição de propriedade fiduciária, instituto análogo à alienação fiduciária, em favor de qualquer pessoa. Deixamos, portanto, de aprofundar esse ponto, que não fosse por isso impediria o uso dessa forma de garantia em financiamentos de projetos, onde frequentemente o financiador é estrangeiro.

A alienação fiduciária transfere a propriedade resolúvel do bem ao credor. O devedor, por sua vez, fica com a posse direta, tornando-se também depositário do bem.¹⁶ A alienação fiduciária não é, assim, um direito real sobre coisa alheia para o credor, porque ele adquire a coisa como própria, deixando de pertencer ao devedor.

A propriedade se resolve quando do pagamento da dívida, e volta ao devedor.

15. Neste sentido, veja-se José Carlos Moreira Alves, *Da Alienação Fiduciária em Garantia*, Forense, 1987, pp. 106 a 121. Citando jurisprudência em contrário que nos parece isolada, Sérgio Covello, *Contratos Bancários*, Leud – Livraria e Editora Universitária de Direito, 1999, p. 293.

16. Isto não se verifica, salvo disposição em contrário, nas hipóteses do § 3^o do art. 66-B da Lei n. 4.728/1965: “§ 3^o. É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada” (sem grifos no original). Observe-se ainda que não se poderia conceber a posse de direitos, de modo que não seria aplicável qualquer desmembramento da posse no caso de cessão fiduciária de direitos, por falta de objeto. Quanto a ações e quotas de sociedades, que também são feixes de direitos, parece mesmo não haver transmissão da posse ao credor. Prova do quê é o fato de que o devedor alienante retém o direito a recebimento de lucros.

Por outro lado, ocorrendo inadimplemento da dívida garantida, embora não possa ficar com o bem, o credor tem o direito de aliená-lo, aplicando o produto da venda na satisfação de seu crédito e das despesas de cobrança (art. 2º do Decreto-lei n. 911/1969 e art. 66-B, §§ 3º e 4º da Lei n. 4.728/1965). À semelhança do que ocorre com as garantias em geral, o eventual saldo deve ser entregue ao devedor, ao passo que se o valor obtido com a venda for insuficiente, continuará ele pessoalmente obrigado.

Relevante distinção entre a alienação fiduciária no âmbito do mercado financeiro e de capitais e a propriedade fiduciária regulada pelo direito comum é a forma de excussão da garantia, uma vez que aquela conta com o procedimento mais rápido previsto no Decreto-lei n. 911/1969, ao passo que esta depende do rito mais lento previsto no Código de Processo Civil. Referido decreto-lei prevê que, cinco dias após executada a busca e apreensão do bem, ocorra a consolidação da propriedade e da posse plena e exclusiva do bem no patrimônio do credor fiduciário. Desse modo, o credor pode rapidamente alienar o bem, caso não ocorra o pagamento por parte do devedor. Da sentença cabe apelação apenas no efeito devolutivo (art. 3º, § 5º, do Decreto-lei n. 911/1969). Para salvaguarda dos direitos do devedor, se eventualmente for decretada por sentença a improcedência da ação de busca e apreensão, quando o bem já houver sido alienado, o juiz condenará o credor ao pagamento de multa, em favor do devedor, equivalente a cinquenta por cento do valor originalmente financiado, sem que isso exclua a responsabilidade por perdas e danos (art. 3º, §§ 6º e 7º, do Decreto-lei n. 911/1969).

O bem alienado fiduciariamente pode já ser de propriedade do devedor no momento imediatamente anterior à constituição da alienação,¹⁷ assim como, ao contrário, ainda

17. Súmula n. 28 do STJ: "O contrato de alienação fiduciária em garantia pode ter por objeto bem que já integrava o patrimônio do devedor".

não o ser.¹⁸ Neste caso, a propriedade do bem se transfere ao credor tão logo o devedor a adquira, sem necessidade de formalidade adicional.

A alienação fiduciária tinha como objeto inicialmente apenas coisas corpóreas. Posteriormente, estendeu-se o regime para direitos, assim como para coisas fungíveis, pelo acréscimo do art. 66-A à Lei n. 4.728/1965, por força da Medida Provisória n. 2.065-22, de 22 de junho de 2001. A Lei n. 10.931/2004 manteve o regime mais liberal, mencionando serem passíveis de alienação fiduciária coisas fungíveis, sendo admitida a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis e de títulos de crédito, como as ações (§ 3º do art. 66-B da Lei n. 4.728/1965).¹⁹ Quanto às coisas infungíveis, continuam permitidas em nosso entender, visto que o art. 66-B da Lei n. 4.728/1965 manda aplicar à alienação fiduciária as mesmas regras e requisitos relativos à propriedade fiduciária do Código Civil. Essas regras contemplam a possibilidade de bens infungíveis serem objeto da garantia. Já a propriedade fiduciária, nos termos do art. 1.361 do Código Civil, pode ter por objeto apenas coisas infungíveis.²⁰

Ações de sociedades anônimas também podem ser objeto de alienação fiduciária. Neste caso, aplicam-se as restrições do art.

18. Conforme o § 3º do art. 1.361 do Código Civil: "§ 3º. A propriedade superveniente, adquirida pelo devedor, torna eficaz, desde o arquivamento, a transferência da propriedade fiduciária". Este dispositivo se aplica tanto à propriedade fiduciária quanto à alienação fiduciária, por força do disposto no art. 1.368-A do Código Civil.

19. Aplicam-se à cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis e de títulos de crédito as disposições dos arts. 18 a 20 da Lei n. 9.514, de 20.11.1997.

20. A restrição é de menor alcance do que possa parecer, pois a fungibilidade é menos característica intrínseca da coisa do que da abordagem psicológica de seu observador. Assim, o mesmo pacote de ações de uma sociedade pode ser considerado fungível, se descrito de maneira geral, ou infungível, se descrito com número de série, registro ou outros caracteres identificadores (Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, Dott. A. Giuffrè Editore, 1966, p. 289).

113, parágrafo único, da Lei n. 6.404/1976: o credor não vota e os direitos do devedor de votar podem ser restringidos pelo contrato.

D) Impossibilidade de apropriação de garantias no Direito brasileiro

Vimos que a concessão em si mesma encontra diversas restrições, vindas de sua própria natureza, a ser transferida como garantia a financiadores de projetos. As mesmas restrições não se aplicam às ações ou quotas da sociedade recipiente de financiamento que detenha a concessão, cujo controle poderia ser sim dado em garantia. Entretanto, a prática jurídica internacional é fazer com que, além de servirem como garantia, sejam diretamente apropriadas pelos financiadores em caso de não pagamento. Isso por um lado seria conveniente para reforçar o controle potencial dos financiadores sobre o projeto, em caso de inadimplemento. Por outro, como mostraremos abaixo, encontraria restrições na legislação brasileira, diferentemente do que ocorre em outros sistemas.

Em outros países, principalmente os de lei anglo-saxônica, as garantias prestam-se de maneira ainda mais direta a assegurar aos financiadores o controle decisório do projeto em caso de inadimplemento ou risco de inadimplemento. Isto porque permitem que os financiadores não pagos assumam a titularidade dos ativos sobre os quais recaem as garantias, basicamente ativos do projeto e as próprias ações ou quotas da sociedade que o detém.²¹

No Brasil, entretanto, proíbe-se a estipulação que confira ao credor a propriedade de coisa dada em garantia do pagamento de dívida, chamada de pacto comissório (art.

21. Diz-se dos credores que assumem a titularidade dos ativos e passam a desempenhar as funções do devedor que “vestem os sapatos” do antigo titular, ou *step into the shoes*, na expressão inglesa, pelo que os direitos de assumir os ativos são geralmente referidos como *step-in rights*.

1.428 do Código Civil). Em nosso sistema, sempre e erroneamente favorável ao devedor, tal pacto é objeto de injustas restrições, que só dificultam o crédito e auxiliam os maus pagadores. De fato, o pacto comissório é vedado pelo art. 1.428 do Código Civil, tanto para o penhor quanto para a hipoteca e para a anticrese. De nada adianta tentar disfarçar a estipulação através da criatividade, por exemplo, fazendo com que o credor adquira o bem contra o desembolso do valor que de outra forma emprestaria, e o devedor se comprometa a recomprar o bem no futuro, desta forma pagando a dívida (operação que recaindo sobre imóveis é chamada de retrovenda pelo art. 505 do Código Civil). A jurisprudência estendeu tal proibição a operações de retrovenda, bem como a outras operações cujo resultado seja idêntico ao de um pacto comissório.²²

A lei civil, de forma um pouco obscura, preocupa-se em deixar claro no parágrafo único do art. 1.428 que na proibição não se deve incluir a dação em pagamento de coisa ao credor, feita após o vencimento da dívida. Isso significa que após o vencimento pode o devedor resolver entregar ao credor a coisa dada em garantia, contra extinção total ou parcial da dívida. A dação exigirá obviamente o

22. Decidiu de modo reiterado o STJ nesse sentido. Citamos, exemplificativamente, a seguinte ementa (REsp 41.233-SP – Recurso Especial 1993/0033131-0): “Pacto Comissório – Simulação. A proibição atinge todas as hipóteses em que, para garantir o pagamento de mútuo, se convenceu de que o credor ficaria com bem de propriedade do devedor. A dação em pagamento é lícita quando visa simplesmente a saldar o débito, não se vislumbrando que a ela se tenha condicionado o mútuo. Hipótese em que isso não ocorreu, pois a renegociação da dívida, com a concessão de novo prazo, vinculou-se a negócio simulado em que o credor recebeu bens e, na mesma oportunidade, prometeu vendê-los ao devedor, mediante pagamentos mensais que, em realidade, correspondiam a amortizações do empréstimo. Nulidade reconhecida”. No mesmo sentido, veja-se também REsp 21.681-SP – Recurso Especial 1992/0010197-6. No âmbito dos tribunais estaduais, fazemos referência, p. ex., a decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível n. 50.489-4, 5ª Câmara de Direito Privado.

consentimento do credor para se aperfeiçoar: o parágrafo único do art. 1.428 do Código Civil não o diz porque seria ocioso. Requisito para a aceitabilidade legal é que não exista no momento da contratação da obrigação e até seu vencimento qualquer ajuste entre credor e devedor obrigando à dação, o que só pode existir após o vencimento. Isso, aliás, era já aceito anteriormente ao Código Civil pela jurisprudência.²³ A dação em pagamento após o vencimento da dívida pode ser a forma menos onerosa de ajuste tanto para o credor quanto para o devedor, conforme o caso concreto, e não se confunde de qualquer maneira com o pacto comissório.

O art. 1.428 do Código Civil está contido em título referente a penhor, anticrese e hipoteca. Constitui, entretanto, princípio geral, que é reproduzido em regras específicas relativas à alienação e propriedade fiduciárias. O art. 1.365 do Código Civil repete em relação à propriedade fiduciária a mesma proibição de se atribuir de antemão a propriedade definitiva da coisa ao credor fiduciário, admitindo também no seu parágrafo único a dação em pagamento após o vencimento da dívida. A mesma regra vale para a alienação fiduciária em garantia, por força do art. 1.368-A do Código Civil.

Em vista das restrições tratadas neste artigo, põe-se a questão de como integrá-las com a aparente permissão contida no art. 27, § 2º, da Lei 8.987/1995, de “assunção do controle da concessionária por seus financiadores para promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços”. É disso que trataremos no próximo item.

Soluções integrativas

Em face da vedação ao pacto comissório, a nova redação do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 aponta para três principais

caminhos integrativos para a viabilização jurídica dos *step-in rights* do financiador: a transferência da concessão em si; a cessão do controle sem escopo de garantia; e a cessão do controle com escopo de garantia. Cada alternativa enseja limitações e variantes exaradas a seguir.

A hipótese de transferência da concessão ao financiador passa pela interpretação conjunta do *caput* do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 – que permite tanto a transferência da concessão quanto a transferência do controle acionário da concessionária – com o § 2º do mesmo artigo. Embora o enunciado do referido parágrafo seja mais específico quanto à assunção do controle pelo financiador, a abertura do *caput* quanto a possibilidade de transferência da concessão a qualquer terceiro, desde que autorizada pelo poder concedente, permite entender que o financiador pode também pleitear a transferência da concessão.

A transferência da concessão permite ao financiador a assunção do serviço, ou seja, a cessão do conjunto de contratos necessários à operar da concessão, sendo o contrato de concessão o principal deles. Há, portanto, uma alteração no polo contratual da concessão, em que nova pessoa jurídica passa a ser a concessionária do serviço público, assumindo integralmente os direitos e obrigações da concessão.

A possibilidade jurídica de transferência da concessão protege o financiador, pois permite que ele requeira ao poder concedente a assunção da concessão caso o inadimplemento do financiamento resulte de dificuldade financeira do concessionário que ameace a continuidade da prestação do serviço público, comprometendo o serviço da dívida. Nesse contexto, o interesse privado (proteção do crédito) e o interesse público (continuidade do serviço) estão alinhados. Para a transferência da concessão exige-se tão somente ato administrativo do poder concedente autorizando a assunção do serviço pelo financiador ou novo operador por ele indicado.

23. A título de exemplo: decisão do STJ no REsp 10.952-MG – Recurso Especial 1991/0009327-0.

A Lei n. 8.987/1995 prevê ao financiador uma proteção legal fora do âmbito das garantias reais que suportam o *project finance*, de modo que não se aplica a vedação ao pacto comissório do art. 1.428 do Código Civil. No entanto, a transferência da concessão ao financiador como alternativa provida pelo Direito Público à proibição privatista do pacto comissório não passa de uma solução integrativa teórica, de eficácia jurídica e negocial bastante limitada, dadas as questões jurídicas e práticas para sua implementação pelo financiador.

Do ponto de vista jurídico, a implementação da transferência da concessão para o financiador encontra entraves significativos. O primeiro vem da exigência de instauração pelo poder concedente de processo administrativo prévio à autorização, assegurando o contraditório ao concessionário e exigindo do financiador a prova do nexo entre a dificuldade financeira do concessionário, o inadimplemento e o risco à continuidade do serviço – daí a necessidade de o financiador adentrar a concessão para reestruturá-la. Dada a complexidade do mérito, processos administrativos envolvendo a transferência da concessão a financiadores serão necessariamente morosos, aniquilando a necessidade de celeridade no efetivo exercício do *step-in* pelo financiador e consequentemente na implantação da reestruturação da concessão.

Mais sério, no entanto, é o questionamento acerca da transferência da concessão sem prévia licitação, supostamente violando o art. 175 da Constituição Federal.²⁴ Tal questionamento é objeto da Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 2.946/1993 – em trâmite desde 2003 no Supremo Tribunal Federal – em que o Ministério Público Federal requer a declaração de inconstitucionalidade do art. 27 da Lei n. 8.987/1995. A exigência

de licitação previa à transferência da concessão simplesmente inviabiliza, do ponto de vista prático, o exercício do *step-in* pelo financiador. A discussão desse tema merece ser objeto de novo artigo, mas para os fins da presente análise cumpre constatar que a incerteza jurídica em torno da transferência da concessão é suficiente para que financiadores não contem com esse mecanismo para a proteção de seu crédito.

Ademais, financiadores costumam não se valer da cessão da concessão pela sua difícil implementação. A assunção do serviço implica a cessão a uma nova SPE (controlada pelo financiador) de boa parte dos contratos com terceiros – construtores, fornecedores, prestadores de serviço – vitais à operação da concessão. A cessão dessa miríade de contratos é em geral complexa, dispendiosa e morosa, constituindo entrave gerencial para a rápida assunção e reestruturação da operação, essencial à eficaz implementação dos *step-in rights*. Um processo lento e turbulento de cessão dos contratos pode comprometer a capacidade gerencial do operador contratado pelo financiador, portanto a prestação do serviço, acarretando risco ainda maior deterioração da saúde financeira da concessão.

O processo de autorização e os efeitos da transferência da concessão – tais como a cessão de contratos – tendem a gerar um resultado definitivo, por vezes indesejado por financiadores. Estes não têm concessão de serviços públicos como seu negócio – sendo sempre obrigados a contratar um operador²⁵ – e, via de regra, não estão dispostos a assumir os riscos e responsabilidades advindos

25. A realidade brasileira é peculiar devido ao fato de que a grande maioria dos financiamentos de concessões de serviços envolvendo projetos de infraestrutura é realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. A condição de instituição financeira pública do BNDES gera discussão quanto à necessidade de licitar a contratação de um operador para a concessão em caso de exercício de *step-in* pelo BNDES, o que na prática dificultaria significativamente o *step-in* do banco. Essa peculiaridade, dentre outras relativas ao financiamento de infraestrutura no Brasil, seria interessante objeto de outro artigo.

24. “Art. 175. Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos.”

da prestação dos serviços. O objetivo dos financiadores é em geral assumir o controle temporário, promover as reestruturações gerenciais e financeiras necessárias a atender ao serviço da dívida e assegurar a continuidade das operações da concessão.

Como alternativa à transferência da concessão e atendimento ao objetivo da assunção temporária do controle, a regra do § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 permite que o poder concedente autorize o financiador a adquirir o controle da sociedade para promover direta e temporariamente a reestruturação necessária a assegurar o serviço da dívida e a continuidade da operação. Trata-se de medida saneadora, análoga a uma pontual intervenção do financiador com a chancela do regulador, não se lhe aplicando a vedação ao pacto comissório uma vez que tal medida não resulta de garantia real.

Esse entendimento apoia-se não só na redação § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995, mas principalmente no atendimento à sua finalidade de prover alternativa eficaz ao financiador de projetos para preservar o seu crédito e, sobretudo, o projeto, já que a realidade específica de um *project finance* não costuma prever garantias corporativas dos acionistas da SPE para assegurar o projeto. Deste modo, assegurar a implantação e contínua operação da infraestrutura objeto de concessão torna-se finalidade primordial do mecanismo de *step-in*. Tal finalidade está em linha com o princípio da continuidade do serviço público, que permeia as regras da Lei n. 8.987/1995, havendo, portanto, nítido alinhamento entre interesses público e privado no sentido de preservar o projeto.

O *step-in* na forma de intervenção temporária do financiador com vistas a remediar inadimplementos e evitar a extinção prematura da concessão é instrumentalizado no Direito anglo-saxão por meio de *direct agreements* entre o poder concedente e financiador,²⁶ em

26. O financiador também celebra *direct agreements* (contratos privados) com construtores, operadores

que se prevê de forma pormenorizada as hipóteses de intervenção, o procedimento, as condições de encerramento e a limitação da responsabilidade do financiador interventor. O objetivo é possibilitar o exercício do *step-in* em hipóteses objetivas e restritas, com celeridade e segurança. O mesmo espírito orientou a redação do § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995, que delegou ao administrador público a disciplina do *step-in* no contrato de concessão. Assim, este deve detalhar o regime de exercício do *step-in* como medida de intervenção do financiador.

Essa possibilidade de intervenção combina as vantagens de passar ao largo da vedação ao pacto comissório e permitir ação temporária do financiador com a possibilidade de saída (*way-out*) da gestão da concessionária uma vez realizadas as reestruturações necessárias. Não obstante, essa construção interpretativa ainda deve passar pelo crivo das agências reguladoras, câmaras arbitrais (quanto aplicável) e Poder Judiciário, exigindo dos juristas desprendimento de antigos paradigmas, adentrando os campos da economia, finanças e políticas públicas.

O terceiro caminho vislumbrado para o exercício dos *step-in rights* deriva da possibilidade contida no § 2º do art. 27 de assunção do controle societário da concessionária (SPE) por meio da execução de garantias reais. Além de não exigir a cessão de contratos – sobretudo o contrato de concessão, visto que a SPE permanece concessionária – o controle societário (direto) facilita a implantação de medidas de reestruturação na medida em que o financiador passa a eleger a maioria dos administradores e preponderar nas decisões sociais. Facilita-se assim a tomada de medidas gerenciais de grande impacto e

e demais prestadores de serviços essenciais ao projeto, de modo a permitir o *step-in* simultâneo e o controle temporário sobre o projeto como um todo. O ordenamento brasileiro permite e é recomendável que o financiador faça o mesmo em relação à participação no capital da concessionária para assegurar a celeridade e efetividade do exercício do *step-in*.

importância, tais como a contratação de novo operador para a infraestrutura e renegociação de contratos com prestadores de serviços ou até mesmo outros financiadores.

Em que pese os ganhos de eficiência e segurança jurídica com o exercício dos *step-in rights* pela via societária, a execução de garantia real (penhor, propriedade fiduciária ou alienação fiduciária) para a efetiva assunção do controle esbarra na vedação ao pacto comissório contida nos arts. 1.428 (penhor), 1.365 (propriedade fiduciária) e 1.368-A (alienação fiduciária) do Código Civil, como explicado anteriormente.

A vedação da Lei Civil à apropriação definitiva pelo credor das ações dadas em garantia – com a consequente obrigação de alienação – subverte a finalidade econômica e de política pública do § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995, segundo o qual o poder concedente autorizará a assunção do controle da concessionária por seus financiadores para promover sua reestruturação e assegurar a continuidade na prestação dos serviços.

O referido dispositivo foi introduzido pela Lei n. 11.196/2005 menos de um ano após previsão análoga do art. 5º, § 2º, I, da Lei n. 11.079/2004, aplicável às parcerias público-privadas. O contexto histórico e político subjacente apontava para o incentivo do Estado à participação privada em infraestrutura, comumente financiada sob a modalidade de *project finance*.²⁷ Neste sentido, ambos os diplomas reconheceram a importância dessa modalidade de financiamento ao incorporar algumas das melhores práticas internacionais

em financiamentos de projetos, tais como a necessidade de constituição de SPE, a alocação objetiva de riscos, a permissão explícita da cessão dos créditos futuros emergentes da concessão em favor dos financiadores e a previsão dos *step-in rights*, dentre outros. Nesse mesmo contexto, o BNDES – principal financiador de projetos de infraestrutura do país – adotou políticas específicas²⁸ de financiamento de projetos na modalidade *project finance* e incrementou o número de projetos financiados sob essa modalidade, em face da acentuada redução da capacidade de endividamento corporativo dos principais acionistas de concessionárias de serviços públicos (*sponsors*) e aumento do porte e custo dos grandes projetos de infraestrutura.

Os *step-in rights* foram instituídos com a finalidade econômica de proteção do crédito de longo prazo por meio da outorga ao financiador de direito de assumir o controle da concessionária na tentativa de reestruturá-la, visando à continuidade de sua operação, portanto à geração de caixa para assegurar o serviço da dívida.

A segurança do crédito nos financiamentos de projetos repousa na geração de receita da concessão, mais do que em seus ativos de infraestrutura, que muitas vezes são bens públicos impenhoráveis e inalienáveis. Os direitos sob o contrato de concessão e as receitas estáveis, devido principalmente à condição de monopólio natural da maioria das concessões de infraestrutura (*e.g.*, rodovias, sistemas de água e esgoto etc.), são de fato os principais ativos da concessão, cuja preservação merece proteção legal específica.

A finalidade de preservação do fluxo de caixa da concessão como elemento central da proteção do crédito alinha-se com a política pública que privilegia a continuidade da prestação do serviço público sob o regime de concessão. Com efeito, a continuidade é o

27. Na ocasião das inovações legislativas, boa parte das concessões de serviço público no Brasil já era financiada sob a modalidade de *project finance*, na qual o financiador conta apenas com o fluxo de caixa do projeto para assegurar os financiamentos. Esses projetos costumam ser bastante alavancados, com dívidas que chegam a 80% dos recursos investidos. Assim, qualquer variação repentina e imprevista de custos ou receitas da concessionária pode levá-la a inadimplir os financiamentos, demandando reestruturação. Daí a criação do *step-in right* como artifício legal de proteção de ambos, projeto e crédito.

28. Resolução BNDES n. 1.447/2007, posteriormente substituída pela Resolução BNDES n. 1.894/2010.

mais importante pressuposto da adequação do serviço público, conforme o art. 6º da Lei n. 8.987/1995: logicamente a continuidade precede à regularidade, segurança, generalidade, eficiência e modicidade tarifária. Destarte, sem a continuidade do serviço, não há que se falar em sua adequação.

Ademais, o provimento contínuo de serviços básicos de infraestrutura vem se consolidando tanto em países desenvolvidos quanto emergentes como um direito de seus cidadãos, com maior pressão social para políticas e instrumentos que assegurem a implantação e, sobretudo, a continuidade desses serviços.

Portanto, os *step-in rights* figuram como mecanismo de preservação do serviço da dívida e da continuidade da concessão. Assim, quanto maior a incerteza jurídica quanto à assunção do controle e mais morosa a sua implementação, maior a ineficácia do instituto e maior o risco de insolvência do concessionário e de descontinuidade do serviço.

Quando comparado a um financiamento corporativo, um financiamento de projeto é mais sensível ao fator de segurança jurídica de garantias, justamente por não haver outras garantias além do projeto em si. É também mais sensível ao aspecto temporal, visto que projetos de infraestrutura envolvem altos investimentos prévios a geração de receita e elevados custos de operação. Daí o risco de rápida deterioração do quadro financeiro da concessionária e a necessidade de rápida reestruturação.

Diante disso, resta claro conflito entre o art. 27 da Lei n. 8.987/1995 e o pacto comissório (arts. 1.428, 1.365 e 1.368-A do Código Civil), e a necessidade de esforço interpretativo para viabilizar o exercício dos *step-in rights* em financiamentos de projetos de concessões de serviços públicos. Dadas as peculiaridades do financiamento desses projetos e o contexto em que o art. 27 foi incorporado à Lei n. 8.987/1995 em 2006, é razoável concluir que a Lei de Concessões estabeleceu regime de exceção ao pacto co-

missório ao permitir o exercício dos *step-in rights*, buscando assegurar o crédito e com isso a continuidade dos serviços.

Essa conclusão apoia-se em três consagrados princípios de resolução de conflito de leis: (i) a interpretação das regras da lei segundo sua finalidade e utilidade social, no caso a continuidade da concessão e o interesse público daí decorrente;²⁹ (ii) a posterioridade do dispositivo referente aos *step-in rights* (instituído pela Lei n. 11.196/2005) em relação ao Código Civil (Lei n. 10.406/2002); e (iii) a especificidade da Lei n. 8.987/1995 quanto às concessões de serviços públicos em relação ao regime de garantias reais entre privados.

É desnecessário arguir a especificidade da Lei n. 8.987/1995 quanto às concessões de serviços públicos, sendo evidente que essa lei é o principal veículo das normas que compõem o regime jurídico da concessão de serviços públicos autorizada no art. 175 da Constituição Federal. A especificidade do regime não se dá por acaso, visto que concessões de serviços públicos normalmente pressupõem a implantação, operação e manutenção de infraestrutura financiada por *project finance*, em que financiadores buscam a proteção adicional dos *step-in rights*.

Diante do exposto, ao outorgar o direito de assunção do controle societário ao financiador de concessões de serviço público, a Lei n. 8.987/1995 (alterada pela Lei n.

29. A interpretação das normas por sua finalidade, chamada teleológica, encontra precedência sobre outras técnicas de interpretação: "Portanto, não só o 'teor verbal' e a 'colocação sistemática', como ainda as 'fontes históricas', nos não conduzem a um resultado líquido. Nem a interpretação literal, nem a sistemática, nem a histórica alcançam o seu objetivo. Poderemos nós porventura conseguir um resultado positivo por uma outra via? — Efectivamente, o jurista moderno, a todos os métodos de interpretação até agora mencionados, prefere em certa medida o chamado 'método teleológico' de interpretação, o qual procura o fim, a 'ratio', o 'pensamento fundamental' do preceito legal, e a partir dele determina o seu 'sentido'. Aqui, portanto, o 'sentido' é o fim visado pela lei" (Karl Engisch, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, Fundação Calouste Gulbenkian, 1988, p. 133).

11.196/2005) tacitamente excepcionou o titular desse direito da obrigação de alienar as ações da concessionária de serviço público a ele dadas em garantia sob a Lei Civil.

Para a assunção do controle o § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 reafirma a necessidade de autorização prévia do poder concedente e impõe ao contrato de concessão o estabelecimento das condições tanto para a autorização pelo regulador quanto para a assunção do controle. Desta forma, a lei autorizou margem de manobra para disciplina dos *step-in rights* no contrato de concessão, em linha com as práticas comerciais e jurídicas internacionais aplicáveis às concessões e parcerias público-privadas.

No que tange à autorização do poder concedente para as três soluções propostas, entendemos que dada a norma do § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995, a disciplina do contrato de concessão pode conferir maior, menor ou nenhuma discricionariedade ao poder concedente na decisão. Na medida em que tenha previsão clara do conjunto de requisitos e do procedimento para autorização do *step-in* – conhecidos e aceitos pelo poder concedente³⁰ e pela concessionária *a priori* –, o ato de autorização passa a ser vinculado. Tal entendimento está em linha com as necessidades de segurança (previsibilidade contratual) e celeridade intrínsecas ao instituto do *step-in right* e essenciais ao cumprimento de sua finalidade econômica. Não obstante, na realidade das recentes concessões brasileiras a maior parte dos contratos de concessão estabelece cláusulas genéricas de *step-in rights*, frequentemente repetindo a disposição legal. Nesses casos, a autorização do *step-in* permanece ato discricionário do poder concedente.

30. A disciplina integral do *step-in* no contrato de concessão, além de observar o princípio da legalidade (conforme explicitamente autorizado pela Lei n. 8.987/1995), está em linha com o poder geral de contratação do Poder Público. Não obstante, o § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 não retira o poder da Administração Pública de intervir na concessão ou assumir o serviço, conforme autorizado pela referida lei, quando necessário ao atendimento do interesse público.

Se por um lado a exceção à vedação ao pacto comissório estabelecida pelo § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 possibilita o exercício do *step-in* por meio da execução de garantia real sobre as ações do bloco de controle da concessionária, por outro lado cria uma assunção definitiva do controle pelo financiador, que frequentemente busca uma intervenção temporária com possibilidade de saída (*step-out*). Em que pese a possibilidade de venda das ações após a reestruturação, a alienação não se faz sem altos custos de transação e risco de não haver comprador. Ocorre que o financiador raramente possui interesse em permanecer no controle, por não ser este o seu negócio e por vezes por restrições regulatórias.

Diante dessa realidade, financiadores têm buscado soluções alternativas para assunção de controle temporário no Direito Privado. Uma delas tem sido pela regulação do exercício do direito de voto em acordo de acionistas, devendo neste caso o financiador deter posição acionária na sociedade, o que não chega a ser incomum no Brasil.³¹ Outro mecanismo permitido é gravar com usufruto condicional as ações do bloco de controle ou a totalidade das ações da concessionária, possibilitando ao financiador exercer temporariamente o direito de voto, enquanto perdurarem as condições autorizativas de seu *step-in* previstas no contrato de concessão. Além de ser compatível com a instituição de garantias reais sobre as ações, o usufruto permite o exercício do voto sem que o financiador adquira a propriedade das ações, eliminado qualquer questionamento quanto à vedação ao pacto comissório.

O recente estabelecimento dos *step-in rights* e ausência de casos de seu exercício – por conseguinte, de seu tratamento por

31. A participação societária minoritária de financiadores em grandes projetos de infraestrutura tem se mostrado de mais em mais comum. Exemplo recente é a participação da BNDESPAR, veículos de investimentos em participações do BNDES, em grandes projetos do setor elétrico.

agências reguladoras, juízos arbitrais e pelo Poder Judiciário – têm levado financiadores a centrar esforços na montagem de soluções de Direito Privado ao invés de incentivar o Setor Público a estruturar cláusulas mais elaboradas de *step-in rights* nos contratos de concessão buscando trazer mais segurança ao regime de Direito Público do instituto.

Conclusão

O conflito entre o *step-in right* introduzido pelo § 2º do art. 27 da Lei n. 8.987/1995 e a vedação ao pacto comissório contido nos arts. 1.428, 1.365 e 1.368-A do Código Civil admite três possíveis soluções jurídicas para o exercício do controle do financiador sob o Direito Brasileiro:

(i) a transferência da concessão ao financiador, solução permitida pelo *caput* do art. 27 combinado com seu § 2º, atualmente objeto de ADI em tramite no STF e cuja complexidade de implantação, altos custos e caráter permanente a tornam menos atrativa a financiadores de projetos;

(ii) a cessão temporária do controle societário sem escopo de garantia, segundo os termos e condições previamente estabelecidos no contrato de financiamento e reconhecidos pelo poder concedente;

(iii) a cessão do controle societário direto, objeto de execução de garantia real, sendo o pacto comissório excepcionado dada a posterioridade e especificidade do disposi-

tivo da Lei de Concessões, apresentando a desvantagem de ser uma solução de caráter permanente; tal desvantagem, no entanto, pode ser compensada pela estruturação de exercício do direito de voto – necessário à reestruturação – por meio de acordo de acionistas, caso o financiador seja acionista, ou pela gravação de usufruto condicional sobre as ações, permitindo o exercício do voto pelo financiador sem a propriedade das ações e sem prejuízo das garantias reais sobre as ações.

As duas primeiras soluções passam ao largo da vedação ao pacto comissório, por não envolverem garantias reais, enquanto a terceira solução admite não só a clara prevalência da regra do § 2º do art. 27, mas alternativas de solução mais flexíveis (acordo de acionistas e usufruto), que possibilitam a assunção temporária do controle sem necessidade de executar garantias reais.

Não surpreende o fato de ser a terceira solução a mais utilizada por financiadores no atual contexto, em que a ausência de casuística no Brasil ainda traz uma boa margem de incerteza quanto a operacionalização dos *step-in rights*. Assim, em caso de crise financeira de projetos verifica-se que as múltiplas partes envolvidas optam por sentar à mesa e negociar um acordo comum de reestruturação. Não obstante, isso não retira a utilidade das cláusulas de *step-in*, que devem continuar a ser utilizadas e permanecerão instrumento de último recurso aos financiadores em situações de disfuncionalidade financeira das concessões.