ANGÉLICA RAMOS DE FRIAS SIGOLLO

Poder de Controle dos Agentes Financeiros no *Project Finance*

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito Comercial

Orientador: Prof. Dr. Newton De Lucca

São Paulo

2014

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

**Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

S575p Sigollo, Angélica Ramos de Frias.
Poder de controle dos agentes financeiros no
Project Finance / Angélica Ramos de Frias Sigollo. - - São
Paulo: USP / Faculdade de Direito, 2014.
165 f. : il.

Orientador: Prof. Dr. Newton De Lucca
Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, USP,
Programa de Pós-Graduação em Direito, 2014.

1. Financiamento - Projeto. 2. Instituição financeira.
3. Sociedade anônima. 4. Poder – Controle. 5. Direito
Comercial – Dissertação. I. De Lucca, Newton.
II. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Programa
de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

CDU

Nome: Angélica Ramos de Frias Sigollo

Título: Poder de Controle dos Agentes Financeiros no *Project Finance*

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Aprovada em: ____/____/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Dedicatória

A **Deus**, que me concede mais esta vitória, confirmando minha crença de que “**Deus** não nos inspira sonhos irrealizáveis”.

Aos meus pais, Artur e Iolanda, como gratidão pela educação que me proporcionaram, calcada menos em livros, cinema e arte, e mais em trabalho, respeito e honestidade.

Ao Leonardo, meu amor, porto seguro, companheiro e amigo de todas as horas.

Aos amigos (e tenho o privilégio de ter muitos e verdadeiros) que confiaram em meu potencial, muitas vezes mais do que eu mesma, estimulando-me a batalhar por mais este sonho, que outrora se mostrava tão distante.

Agradecimentos

Ao professor Newton De Lucca, por quem me encantei desde o primeiro encontro. Naquela oportunidade já me sentia privilegiada por estar diante de um profissional que tanto admirava, contudo, fui surpreendida pela sinceridade e doçura de suas palavras que, com um cuidado descomunal, reprovaram-me no exame de 2009. Estas palavras sequer me entristeceram, pois do modo como foram ditas me fizeram admirá-lo ainda mais, pelo ser humano especial que é, com qualidades admiráveis e tão raras nos dias atuais. A ele agradeço pela aprovação em 2011, pelas lições de Direito e, sobretudo, pelas lições de vida sobre as quais frequentemente reflito com vistas a me tornar uma pessoa melhor. Sou grata por ter me dado a oportunidade de ser sua aluna, orientanda e amiga.

Aos meus pais, Artur e Iolanda, que mesmo sem muita instrução acadêmica tiveram o dom de criar uma filha cativada pelos estudos, apoiando meus projetos e me fazendo crer que não existe “impossível” quando há dedicação, amor, honestidade e respeito ao outro.

Aos amigos que conquistei nessa caminhada acadêmica, especialmente à querida Ilene Patrícia, inspiração para qualquer jovem advogada que, como ela, não sentou nos clássicos bancos durante a graduação, mas que prova, dia-a-dia, que isto não determina o sucesso profissional nem a realização pessoal daquele que tem amor e dedicação no exercício de seu ofício. Ela participou desde o início deste sonho que hoje se torna realidade.

À professora Paula Forgioni, a quem agradeço pela colaboração, notadamente na fase de qualificação do mestrado, oportunidade em que me sugeriu a leitura de um acórdão paradigmático envolvendo a análise do controle externo, especificamente sob a ótica da dependência econômica, tendo, com isto, determinado algumas conclusões deste trabalho.

Aos amigos Dr. A. J. Lourenço, Dr. Ary Salles, Dr. Humberto Tavares e Rui Gomes, com quem tive a honra de trabalhar quando advogada no Banco Bradesco BBI S.A., responsáveis por minha introdução no apaixonante mundo do *Project Finance*, ensinando-me lições exclusivas, que nenhum livro há de reproduzir, capturadas ao longo de reuniões em feriados, finais de semana, madrugadas e pontes aéreas. Tenho saudades desta época e sinto-me próxima de vocês com o presente trabalho.

“Por mais limitadas que sejam nossas luzes sobre as ciências, acredito que não se pode discutir o fato de que as levamos além dos limites antigos”.

(Vauvenargues – Das Leis do Espírito)

Resumo

O presente trabalho teve por finalidade avaliar se os agentes financeiros detêm poder de controle sobre as sociedades por eles financiadas no âmbito do *Project Finance* e de que forma esse pode ser exercido. O estudo se justifica em virtude da constatação de que os agentes financeiros, na condição de provedores de recursos e, conseqüentemente, credores dessas sociedades, com frequência criam mecanismos jurídicos capazes de resultar na atribuição de poder de comando sobre as mesmas, embora nem todos possuam suporte legal. Assim, este estudo além de identificar e avaliar tais mecanismos, por meio do exame empírico dos instrumentos jurídicos que regulam essa modalidade peculiar de financiamento, avançou no sentido de lançar críticas e considerações à luz do sistema normativo brasileiro, por vezes fazendo condenando o próprio sistema. A elaboração do trabalho utilizou (i) o método de pesquisa exploratória, mediante a análise de leis e demais instrumentos normativos que regulam os diversos temas tratados; doutrina nacional e internacional; decisões emanadas da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, na qualidade de órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, e julgados do Superior Tribunal de Justiça; e (ii) método de pesquisa empírico, relativamente ao exame de contratos de financiamento, na modalidade *Project Finance*, considerando-se a amostra daqueles mais relevantes celebrados no Brasil, selecionados num período de três anos, relativos a projetos públicos, portanto, sem confidencialidade, cuja referência foi obtida no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, e cujo inteiro teor foi obtido junto aos cartórios de registro de títulos e documentos onde estão registrados. Concluiu-se, ao fim, que os agentes financeiros possuem à sua disposição mecanismos capazes de lhes atribuir tanto o controle interno, como no caso de usufruto sobre ações, *step-in rights* de controle (legal e contratual) e aquisição de *golden shares*; ou o controle externo, por meio da utilização de determinadas garantias, *covenants* ou *step-in* sobre os contratos do projeto.

Palavras-chave: *Project Finance*. Financiamento de Projeto. Agentes Financeiros. Sociedades Anônimas. Poder de controle. *Covenants*. Ações de classe especial. *Step-in rights*.

Abstract

This work has as main target to assess whether financial agents have the power to control the companies they finance under the Project Finance, and if so, how this happens. This study justifies itself, considering that these financial agents, acting like providers and creditors, have their own interest in creating legal structures that will allow them to have the control power of the company, but not all of these structures have legal support. Besides identifying and evaluating these structures, this work through empirical examination of the legal instruments, has launched critical considerations under the Brazilian legal system. This work used (i) the method of exploratory research, through analysis of laws and other legal instruments that regulate the topics here covered, national and international literature, decisions of the Brazilian Securities Commission - CVM, the regulator of brazilian capital market and decisions of the Superior Court (STJ); and (ii) method of empirical research concerning the examination of financing contracts in Project Finance, considering the most relevant celebrated in Brazil, selected in a period of three years, without confidentiality, to which reference has been reached with National Bank for Economic and Social Development (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES), and whose entire content was obtained from public registries.

Keywords: Project Finance. Financial Agents. Corporations. Power control. Covenants. Golden Share. Step-in rights.

Lista de Siglas

BM&FBovespa S.A.	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
S.A.	Sociedade Anônima ou Sociedade por Ações
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. PODER DE CONTROLE	14
1.1. Poder de controle nas sociedades por ações	14
1.2. Estrutura de propriedade de capital das sociedades por ações.....	29
1.3. Controle Interno	33
1.4. Controle Externo.....	39
1.5. Coexistência do controle interno e controle externo	59
2. FINANCIAMENTOS NA MODALIDADE <i>PROJECT FINANCE</i>	63
2.1. Natureza jurídica dos financiamentos.....	63
2.2. Financiamentos na modalidade <i>Project Finance</i>	67
2.2.1. <i>Project Finance</i> ou Financiamento de Projeto?.....	67
2.2.2. Financiamento de Projeto. Contextualização	68
2.2.3. Financiamento de Projeto. Conceito.....	73
2.2.4. Traços característicos do Financiamento de Projeto	76
2.3. Financiamento de Projeto como rede de contratos	90
2.4. Estrutura de controle na SPE	99
3. MECANISMOS DE CONTROLE DOS AGENTES FINANCEIROS.....	101
3.1. Controle externo e endividamento	101
3.2. Instrumentos de legitimação do controle pelos agentes financeiros.....	108
3.2.1. Obrigações de fazer e não fazer (<i>Covenants</i>)	110
3.2.1.1. <i>Covenants</i> usuais	115
3.2.1.2. Inadimplemento de <i>Covenants</i>	128
3.2.2. Estrutura de garantias	130
3.2.2.1. Garantias adotadas no Financiamento de Projeto	131
3.2.2.1.1. Penhor e alienação fiduciária sobre as ações	132
3.2.2.1.2. Usufruto sobre as ações.....	134
3.2.3. Ações de classe especial	136
3.2.4. <i>Step-in rights</i>	141
3.2.4.1. <i>Step-in rights</i> legal	142
3.2.4.2. <i>Step-in rights</i> contratual	145
3.3. Efeitos jurídicos pelo exercício do poder de controle.....	149
CONCLUSÃO.....	152
REFERÊNCIAS.....	157

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a possibilidade de controle dos agentes financeiros sobre as sociedades por eles financiadas no âmbito do *Project Finance*, e essa tarefa só será possível se precedida de dois estudos autônomos: o primeiro deles sobre a sistemática adotada pela lei societária no que diz respeito à organização do poder de controle nas sociedades por ações brasileiras, e o outro sobre a caracterização e peculiaridades dessa moderna técnica de financiamento, chamada *Project Finance*.

Como se demonstrará no primeiro capítulo, o tratamento legal do poder de controle societário no sistema normativo nacional se concentra na figura do acionista controlador e na manifestação do controle *interna corporis*, sendo que outras formas de controle não encontram respaldo na legislação societária, embora sejam reconhecidas pela doutrina e jurisprudência, bem como, frequentemente, aferidas nas práticas sociais.

Com esse pano de fundo, e enveredando pelas diversas modalidades de controle possíveis no âmbito das companhias, o trabalho pormenoriza o estudo do controle interno, demonstrando que, diferentemente do que num primeiro momento possa parecer, ele não se funda exclusivamente na propriedade acionária, sendo plenamente possível a dissociação entre propriedade acionária e poder de comando.

Segue-se, demonstrando que o controle interno é aquele expressado no interior da sociedade, por meio de mecanismos de poder próprios da condição acionária, mas não necessariamente vinculado à propriedade de ações votantes. Concretiza-se, portanto, pela efetiva participação acionária dos sócios (controle totalitário, majoritário ou minoritário), mas também por meio da representação de administradores (controle gerencial ou administrativo).

Ao lado do controle interno, ganha destaque a análise do controle externo, o qual fundamenta, em grande medida, o poder de controle dos financiadores externos no *Project Finance*, objeto central do presente trabalho.

O controle externo, diferentemente do interno, emana de mecanismos não acionários capazes de atribuir a terceiros poderes de comando sobre determinada sociedade.

Ao longo do exame, verifica-se que esta modalidade de controle se materializa, fundamentalmente, em situações de dependência econômico-financeira vividas pela sociedade, culminando num processo de deslocamento do centro decisório para um agente

externo à companhia, o qual passa a exercer verdadeira soberania sobre suas atividades e condução de seus negócios.

O estudo avança na investigação da natureza jurídica dos financiamentos, promovendo um exame detido das diferenças existentes entre financiamentos convencionais e financiamentos sob a modalidade *Project Finance*, preocupando-se, desde o início, em conceituar apropriadamente cada um dos institutos e, assim, evitar o uso das expressões como sinônimas, afinal, como se demonstrará, a expressão traduzida não guarda identidade com a inglesa.

Consoante análise promovida com vagar e sob os devidos cuidados ao longo do segundo capítulo, o *Project Finance* ou Financiamento de Projeto (grafado com iniciais maiúsculas) é o financiamento contratado com foco num específico projeto e em seus resultados, portanto, uma modalidade peculiar de financiamento, suportada contratualmente pela capacidade de autofinanciamento do projeto em si e não do tomador, contrariamente ao que ocorre nos financiamentos convencionais.

De todos os traços característicos que serão estudados, e que marcam essa modalidade particular de financiamento (segregação do empreendimento, alavancagem financeira, financiamento externo e rede de contratos), dois deles serão objetos de maior atenção.

Este zelo especial será destinado ao estudo do financiamento externo e da rede contratual, sobretudo, pela intenção de evidenciar a posição de primazia dos contratos financeiros em relação aos demais contratos celebrados pela sociedade empreendedora, haja vista serem responsáveis pela captação da maior parcela de recursos necessários à viabilização do projeto.

Conforme sinalizado acima, e em razão do que se confirmará ao longo do referido capítulo, é da essência do *Project Finance* o pagamento dos agentes financeiros pelo fluxo de caixa do projeto. Por esse motivo, a decisão desses agentes em participar ou não dos investimentos acaba se fundando, preponderantemente, nas perspectivas de sucesso do projeto e em sua capacidade de gerar receitas suficientes para manter o projeto em operação, pois isso representa, em última análise, a certeza de quitação do financiamento.

Logo, em razão de seu direito de crédito, os agentes financeiros passam a se preocupar com a proteção da sociedade contra situações de insolvência e má gestão na implantação e exploração do projeto, motivo pelo qual frequentemente criam mecanismos contratuais hábeis a lhes conceder maior influência sobre a atividade empresarial da sociedade financiada.

Esses mecanismos frequentemente condicionam a participação dos agentes financeiros nos investimentos necessários ao projeto a uma contrapartida compatível, consistente na existência de um pacote de garantias juridicamente seguro e confortável, conferindo-lhes as prerrogativas que julguem adequadas para assegurar que esse fluxo seja alcançado e mantido.

Nesse diapasão, e alinhando-se às ideias relativas à possibilidade de controle por terceiros estranhos à estrutura da sociedade, o trabalho avança no sentido de demonstrar que, de fato, os agentes financeiros detêm em suas mãos mecanismos suficientes para exercer o controle sobre a sociedade financiada, essencialmente, como resultado da condição de dependência econômico-financeira desta em relação àqueles.

A par dessas verificações, o capítulo derradeiro trata dos diversos mecanismos capazes de atribuir esse controle aos agentes financeiros, bem como das formas com que podem ser utilizados.

Ao contrário do que se pode precipitadamente concluir, o controle dos agentes financeiros não fica adstrito a mecanismos de controle externo, abarcando também a possibilidade de exercício do controle interno.

Entre os instrumentos que viabilizam o exercício de controle interno pelos agentes financeiros estão: o *usufruto sobre ações*, modalidade de garantia real que confere aos agentes financeiros garantidos o direito de exercer o voto das ações gravadas; os *step-in rights* de controle (legal ou contratual), que atribuem aos agentes financeiros o direito de intervir sobre a sociedade financiada em casos de impontualidade, inadimplemento, gestão temerária e outros eventos semelhantes; e a titularização de ações de classe especial (*golden shares*), as quais cominam aos agentes financeiros privilégios não concedidos aos demais acionistas, entre os quais, vantagens políticas capazes de lhes assegurar o controle sobre a sociedade.

De outro lado, e representando os instrumentos de atribuição de controle externo, destacam-se o penhor e a alienação fiduciária sobre as ações, garantias reais que conferem aos agentes financeiros garantidos a possibilidade de exercerem direito de veto em certas deliberações, impedindo o livre exercício de voto pelos acionistas; os *covenants* ou obrigações de fazer e não fazer, impostos pelos agentes financeiros à sociedade, restringindo a capacidade de atuação de seus controladores; e os *step-in rights* sobre os contratos do projeto, garantindo aos agentes financeiros elevado grau de controle sobre a sociedade no tocante ao dever de cumprir e fazer com que se cumpram todos os contratos celebrados no âmbito do projeto.

Feitas essas considerações, é possível depreender a contemporaneidade do tema diante do atual contexto nacional, com exigência de conclusão de múltiplos e onerosos projetos em distintos setores da economia, especialmente em razão da Copa do Mundo de Futebol em 2014 e das Olimpíadas em 2016.

Ainda que intempestivamente, a gravidade da situação já foi detectada pelo governo brasileiro, que acabou intensificando alguns Programas de Aceleração do Crescimento (PACs) vigentes e lançou outros, específicos para a Copa. Além disso, reconhecendo a insuficiência desses programas para a adequada realização dos eventos, o governo passou a permitir e a incentivar investimentos de empresas estatais, financiamentos por bancos oficiais e privados, parcerias público-privadas e outras formas de investimento.

É nesse contexto, de abundante demanda de crédito e restritas fontes de investimentos, que o *Project Finance* ganha destaque no Brasil, revelando-se como interessante instrumento de financiamento de médio e longo prazo.

Justifica-se, portanto, este trabalho acadêmico, especialmente se considerada sua finalidade de disseminar tema tão pouco explorado pela doutrina nacional, notadamente, sobre os aspectos legais dessa complexa estrutura de financiamento e sobre os reflexos jurídicos dela advindos.

O objetivo almejado no presente (adstrito à investigação da possibilidade de exercício de poder de controle pelos agentes financeiros sobre as sociedades por eles financiadas no *Project Finance* e dos mecanismos pelos quais isso ocorre) concretiza-se já em linhas finais, após ideias e digressões iniciais sem as quais, acredita-se, isso não seria possível.

Após concluir pela titularidade do poder de controle por parte dos financiadores externos, o trabalho se encerra lançando luz sobre alguns desdobramentos daí advindos, procurando fomentar o entusiasmo dos estudiosos e, quem sabe assim, estimular a elaboração de novos textos envolvendo esse e outros assuntos correlatos.

1. PODER DE CONTROLE

1.1. Poder de controle nas sociedades por ações

O estudo do poder de controle objeto deste trabalho se restringirá ao âmbito das sociedades por ações brasileiras, o que demandará uma investigação da Lei n. 6.404/76, conforme alterada, usualmente referida como Lei das Sociedades por Ações, Lei das Sociedades Anônimas, Lei das S.A. ou simplesmente Lei Societária, diploma legal que disciplina esse tipo societário.

As sociedades por ações são representativas de um tipo societário de natureza empresária por expressa imposição legal¹, cujo capital social é dividido em ações de livre negociação, sendo a responsabilidade de cada acionista limitada ao preço de emissão das ações por ele subscritas e integralizadas.

Essas sociedades possuem uma estrutura interna composta por órgãos sociais², sendo a *assembleia geral*; o *conselho de administração*, obrigatório nas sociedades de economia mista, de capital autorizado e de capital aberto; a *diretoria*, responsável pela representação da sociedade e pelo cumprimento das deliberações da assembleia geral e do conselho de administração e, por fim, o *conselho fiscal*, com a tarefa de fiscalizar os demais órgãos e os negócios gerais da sociedade, de existência obrigatória com funcionamento permanente ou esporádico, conforme determine o estatuto social.

Embora a Lei das S.A. disponha expressamente em seu artigo 121³ os poderes da assembleia geral para decidir todos os negócios da sociedade, como órgão de manifestação dos detentores de capital, um estudo sistemático desse diploma demonstra que o legislador,

¹ Art. 2º, § 1º da Lei n. 6.404/76 e Art. 982, parágrafo único do Código Civil.

² Além de prever a estrutura elementar dos órgãos das sociedades por ações, a Lei Societária também especificou as competências privativas básicas de cada um desses órgãos. Essa noção de representação orgânica é assim exposta por Trajano Valverde: “Forma-se uma companhia para que seu funcionamento produza o resultado almejado. Mas, para que ela desenvolva atividade, necessário se faz que os órgãos que a integram, exerçam as funções que lhes são atribuídas. Ora, só a energia do homem é capaz de tanto. Os órgãos do corpo social recebem, com efeito, dos indivíduos a energia que os faz funcionar, sem que uns e outros se confundam. (...) As funções de cada um dos órgãos, conseqüentemente, distribuídas na conformidade da instituição criada, ficam latentes até que os indivíduos ativem os órgãos da pessoa jurídica”. VALVERDE, Trajano. *Sociedades por ações*. 3.ed. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 72.

³ Art. 121. A assembleia geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

influenciado pelo escopo do *board of directors*⁴ do direito estadunidense, afastou o caráter soberano da assembleia geral, no que diz respeito à estrutura de poder da sociedade, atribuindo ao conselho de administração parte de sua competência, como capacidade gerencial e fiscalizatória, compartilhando assim a função decisória entre esses órgãos sociais.

Não se olvide, ainda, da alocação de prerrogativas decisórias na diretoria, esfera a que competem as decisões negociais diárias atinentes à consecução do objeto da companhia, bem como a execução das metas e deliberações estabelecidas pela própria assembleia geral.

Vê-se, com isso, que as decisões acerca de uma sociedade podem se manifestar em níveis distintos, conforme a natureza da decisão e a estrutura orgânica adotada pela respectiva sociedade.

Dito isso, independentemente se no âmbito da assembleia geral, do conselho de administração ou da diretoria, interessa ao presente trabalho compreender qual é a estrutura de poder de controle nas sociedades por ações, o que não será possível sem uma leitura atenta dos artigos 116 e 243 da Lei das S.A.⁵.

O artigo 116 traz a definição legal de acionista controlador⁶ numa sistemática distinta daquela existente no diploma legal que lhe antecedeu, Decreto Lei n. 2.627/40⁷, fundado na figura do acionista majoritário. Naquele diploma, havia relação direta entre mando social e risco de capital investido, de modo que aqueles que assumissem maior risco de capital na companhia a controlavam.

O legislador, assim, ao exigir o atendimento cumulativo dos critérios impostos nas alíneas 'a' e 'b' do artigo 116, sem, todavia, fixar qualquer percentual de votos, impõe um sistema em que o controle societário não está cingido ao capital investido na sociedade.

⁴ Órgão social das sociedades por ações nos Estados Unidos da América, equivalente ao Conselho de Administração das sociedades por ações brasileiras.

⁵ Embora o presente trabalho se limite, por opção metodológica, ao exame do controle no seio das Sociedades por Ações, convém mencionar que a Lei n. 10.406/02 (Código Civil), traz os contornos sobre a estrutura de poder societário em seu artigo 1098.

⁶ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

⁷ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm#art59>. Acesso: 05 jul. 2013.

Com efeito, não basta ser titular da maioria absoluta das ações votantes para exercer o controle de determinada sociedade, é necessário, ainda, usar efetivamente essa maioria de votos para impor vontade nos atos sociais e, com isso, dirigir o processo empresarial.

Essa sistemática pressupõe que de nada adiantaria ter todo um arsenal de poderes à disposição aptos ao controle, se esses não fossem utilizados. Portanto, não se trata de um poder em potência, mas um poder em ação.

Nesse sentido, a participação majoritária no capital votante deixou de ser o único critério para a configuração do controle, sendo imperativo identificar quem realmente exerce o poder decisório. Portanto, o critério qualitativo (efetividade do poder) toma o lugar do critério quantitativo (percentual de participação no capital social).

Nessa linha de considerações merece atenção, embora o presente trabalho não se aprofunde no estudo desse instituto, a redação do *caput* do referido dispositivo legal, que legitima o exercício do poder de controle por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, instrumento previsto no artigo 118 da Lei das S.A e apto a regular os interesses individuais de acionistas em face da sociedade.

Os acordos de acionistas poderão dispor sobre a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, poder de controle e exercício do direito a voto. Interessa aqui apartar apenas os acordos que disciplinam o exercício do poder de controle e do direito a voto, porque em ambos pode haver a instituição de uma comunhão capaz de exercer o controle da sociedade⁸.

Esses acordos congregam acionistas que detenham, em conjunto, parte suficiente do capital social votante, determinando assim o rumo da sociedade.

Nos acordos de voto os acionistas acordam realizar reunião prévia a cada deliberação dos órgãos sociais para decidir o rumo dos votos a serem proferidos por cada signatário na assembleia geral, e pelos conselheiros e diretores representantes dos acionistas signatários, nas reuniões do conselho de administração e diretoria, respectivamente.

O §8º do artigo 118 da Lei das S.A., fortalece o acordo de voto, ao atribuir expressamente ao presidente da assembleia, do conselho de administração e ao diretor presidente (para os casos de sociedades sem conselho de administração) a obrigação de não computar votos proferidos por acionistas signatários em desobediência com o

⁸ Para um estudo completo de todas as modalidades de acordos de acionistas, conferir a obra de Arnaldo Wald. WALD, Arnaldo. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.110, 1998.

direcionamento do acordo, com a premissa de que esse representa a vontade da maioria dos acionistas manifestada em reunião prévia⁹.

A par desses apontamentos, destaque-se que, a importância da definição de controlador, seja ou não decorrente de acordos de acionistas, não está adstrita à existência do conceito legal em si, mas sim à sua finalidade.

A esse respeito, a exposição de motivos da Lei Societária, especificamente em relação ao artigo 116, demonstrou claramente a intenção do legislador em proteger as sociedades por ações bem como os direitos e interesses daqueles a elas vinculados, ressaltando a função social da empresa¹⁰⁻¹¹.

Por força disso, conceituou controlador e criou um regime jurídico a ele aplicável, conforme se afere dos trechos transcritos abaixo:

“(...) é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lei, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade. Ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder

⁹ Carlos Augusto da Silveira Lobo faz algumas considerações sobre o acordo de acionista no âmbito de sociedades de fato, anotando: “As estipulações de acordo são ainda mais complexas no caso de controle de grupo de fato de sociedade, pois é necessário assegurar que as deliberações da reunião prévia dos membros do acordo de acionistas serão executadas, em cascata, pelos órgãos sociais das sociedades sob controle – direto e indireto – da sociedade controladora do grupo”. Cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Coord. *Direito das Companhias*. v.2. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p 463.

¹⁰ Conforme disposto no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A.: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”. Para muitos autores, como Ricardo Ferreira de Macedo, conquanto a Lei das S.A. aponte os interesses que o acionista controlador deva proteger, em verdade, “oferece instrumentos apenas à proteção dos interesses dos acionistas minoritários, esposando, assim, na prática, as conclusões extraídas do *shareholder-oriented model* segundo as quais os interesses dos demais *stakeholders* da empresa devem encontrar tutela contratual fora da esfera do direito societário”. MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle Não Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p. 26.

¹¹ Baseado nesse regramento legal, Newton De Lucca propôs a inclusão de um parágrafo no artigo 966 do Código Civil, prevendo expressamente a função social da empresa, nos seguintes termos: “O exercício da atividade empresarial, para ser legítimo, deve cumprir necessariamente a sua função social”. Ao se referir ao parágrafo único do Artigo 116 da Lei das S.A. sustentou “(...) se há na Lei de Sociedade por Ações um artigo expresso que consagra esta finalidade social (...) então, acho que seria de bom alvitre, eminente Deputado, que incluíssemos uma norma sobre a função social da empresa no Livro II”. DE LUCCA, Newton. *Direito da Empresa. Seminário Novo Código Civil Brasileiro: o que muda na vida do cidadão*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2003. p. 56. Embora a referida inserção não tenha se efetivado, não há dúvidas de que o princípio vigora, tendo sido reconhecido nos Enunciados 53, 387 e 392 da Jornada de Direito Civil do Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/cjf/CEJ-Coedi/jornadas-cej/enunciados-aprovados-da-i-iii-iv-e-v-jornada-de-direitocivil/compilacaoenunciadosaprovados1-3-4jornadadircivilnum.pdf>>. Acesso: 11 nov. 2013.

e importância social de tal maneira relevantes na comunidade **que os que a dirigem devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para fruir do justo reconhecimento pelos benefícios que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa.** O tema cresce em importância quando se considera que o controlador, muita vez, é sociedade ou grupo estrangeiro, que fica, por força de sua origem, excluído até mesmo das sanções morais da comunidade.

O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua”¹². (sem grifos no original)

Nesse sentido, conclui-se que, ao estabelecer o conceito de controlador no texto da Lei das S.A. o legislador conscientemente buscou delinear essa figura a fim de submetê-la ao regime jurídico de deveres e responsabilidades que passou a vigorar, em especial, nos artigos 116, parágrafo único¹³ e 117¹⁴ da lei, atribuindo-lhe o poder-dever de manter e proteger a sociedade e aqueles a ela vinculados (os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores e os membros da comunidade em que atua).

Ainda sobre esse aspecto instrumental do conceito legal de controlador, também a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁵ já se manifestou, no sentido de que é importante especificar quem pode ser considerado acionista controlador, para que se possa diferenciá-lo dos demais acionistas e exigir-lhe o cumprimento de seus deveres¹⁶.

¹² Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, apresentada pelo Ministério da Fazenda ao então Presidente da República. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso: 07 jan. 2013.

¹³ Dispositivo já reproduzido em nota de rodapé.

¹⁴ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

¹⁵ Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo com estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. A CVM foi criada pela Lei n. 6.385/76 com poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado de valores mobiliários brasileiro, podendo julgar e punir aqueles que cometam irregularidades nesse mercado. O estudo da regulação do mercado de capitais brasileiro pode ser feito na obra de Otávio Yasbek. YASBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

¹⁶ Processo RJ 2005/4069. Reg. Col. 4788/2005, no qual a CVM apreciou recurso interposto pela Companhia Brasileira de Distribuição, contra decisão da autarquia que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 02 jun. 2013.

Fica claro, então, que a definição de controlador no âmbito da Lei Societária visou, desde o início, a identificar o sujeito de direitos e deveres responsável pelos rumos da sociedade.

Todavia, considerando que para atingir esse desiderato é necessário se pautar em condutas nem sempre espontaneamente assumidas, a legislação construiu, concomitantemente, um arcabouço normativo e estabeleceu um regime de responsabilidade rígido ao qual esse sujeito se submeteria, previsto, fundamentalmente, no artigo 117 do mesmo diploma¹⁷.

Em decorrência, infere-se que o artigo 116 trouxe um conceito padrão (*standard*) de controlador, bastante amplo e quase sempre suficiente para atender esse objetivo, qual seja, de identificar o centro de imputação de direitos e deveres no âmbito da sociedade anônima, permitindo assim a responsabilização daquele(s) que abuse(m) de sua posição dominante.

Eis aí o aspecto instrumental do conceito legal de controlador, ao que Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha denomina *direito-função*, ao sustentar: “O direito de controle é um direito-função, pertinente à caracterização do controlador e sua responsabilização por abusos”¹⁸.

Em complemento a essas considerações, convém promover a leitura do artigo 243 da Lei das S.A.¹⁹, fazendo alguns apontamentos.

Embora esse dispositivo esteja inserido no Capítulo XX, que trata das informações do relatório de administração das sociedades (regulando, especificamente, a forma de inserção dessas informações nas sociedades coligadas e controladas), sua compreensão é

¹⁷ Para José Alexandre Tavares Guerreiro é lamentável que o abuso do poder de controle, que a doutrina francesa denomina impropriamente *abus de majorité*, enseje apenas a reparação de perdas e danos, e não como seria desejável e até mesmo lógico, fulmine o ato praticado com abuso de poder com a ineficácia paralisadora de efeitos. Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Direito das Minorias na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.63, 1986. p. 107.

¹⁸ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

¹⁹ Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa.

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

§ 3º A companhia aberta divulgará as informações adicionais, sobre coligadas e controladas, que forem exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

§ 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

de fundamental importância no estudo do poder de controle, uma vez que traz a definição de sociedade controlada.

Pela redação do §2º desse dispositivo, percebe-se que o legislador consolidou apenas parcialmente o conceito de controlador estampado no artigo 116, ao dispor que sociedade controladora é aquela que, diretamente ou por meio de controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Como se pode notar, para grupo de sociedades o conceito de controle se sustenta em apenas um dos pilares do artigo 116, qual seja, aquele indicado em sua alínea 'a', não exigindo o efetivo uso desse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Como se isso não bastasse, inovações legislativas no ano de 2009 alteraram os §§1º, 4º e 5º desse artigo, que passaram a conter a expressão *influência significativa*²⁰.

Essas alterações, promovidas pela Lei n. 11.941/09, modificaram o panorama até então vigente quanto ao conceito de controle, ao fazer referência às situações de sociedades investidoras com influência sobre sociedades investidas, mesmo sem controlá-las.

Com efeito, duas sociedades são coligadas quando uma detenha ou exerça, sobre a outra, influência significativa, ou seja, participe ou possa participar nas decisões políticas, financeiras ou operacionais da outra.

Por força do §5º do mesmo artigo, tal influência será presumida sempre que a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, mesmo sem controlá-la²¹.

A redação atual do artigo 243, portanto, evidencia uma mitigação aos critérios rígidos do artigo 116, até então utilizado de forma absoluta.

Pode-se concluir que o legislador tratou, ainda que não explicitamente: (i) do conceito de controle indireto, ao atribuir deveres e responsabilidades a quem, de fato, toma as decisões da vida social, ainda que por interposta pessoa, ou seja, por intermédio de

²⁰ A influência significativa, em sentido amplo, pode se referir a um poder que um sujeito tem em relação ao outro, conseguindo imprimir sua vontade sobre o sujeito influenciado. Esse poder deriva, normalmente, de questões econômicas ou pessoais. Todavia, a influência significativa aqui descrita tem um sentido técnico, referindo-se à influência dotada de estabilidade e intensidade, como exige a Lei Societária.

²¹ Ressalte-se que, o legislador societário cuidou para que tal influência não se desvirtue em manipulação da controladora sobre a controlada, conforme artigos 245 e 246 da Lei Societária.

sociedades-meio, de caráter puramente instrumental²² (dispensando os formalismos do artigo 116, os quais exigiriam o efetivo comparecimento e exercício do direito de voto da controladora na assembleia geral da controlada - §§1º e 4º), e (ii) do conceito de controle minoritário, com a adoção de uma métrica percentual para delinear a influência significativa (§5º).

Nessa esteira de considerações, deseja-se evidenciar que o conceito *standard* de controlador deixa de ser suficiente para lidar com as situações que se apresentam no dia-a-dia societário, por exemplo, nos casos de companhias com estrutura de capital pulverizado, nas quais não é possível identificar o controlador, nos termos do artigo 116.

Nesse sentido, necessário reconhecer o surgimento de contornos à tradicional figura do controlador.

Como se demonstrou, há hoje, na própria Lei das S.A., alguns critérios que, não coincidentes com aqueles estáticos do artigo 116, auxiliam na identificação desses novos contornos.

Pode-se afirmar que esses critérios foram inspirados em outros já utilizados no passado com a mesma finalidade, por exemplo, na já revogada Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 401/76 (Res. 401).

A Res. 401 foi criada para estabelecer um critério capaz de identificar o controlador em companhias que não tivessem seu controle exercido nos termos do artigo 116 da Lei das S.A. Percebe-se, pela data da referida resolução²³, que, precisamente sete dias após a publicação da Lei das S.A., foi necessária uma regulamentação complementar destinada às companhias que não comportassem a figura do controlador *standard*.

A Res. 401, em seu inciso IV²⁴, indicou um critério temporal para caracterizar o controle, ao considerar que aquele que se mantivesse por mais tempo preponderante nas decisões das assembleias gerais da companhia seria o titular do poder de controle. A fim de estipular um período mínimo e razoável, a Res. 401 adotou como referência as três últimas assembleias.

²² GUERREIRO, José Alexandre Tavares de. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: J. Bushatsky, 1979. p. 295.

²³ A Lei n. 6.404 foi publicada em 15 de dezembro de 1976, e a Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 401 em 22 de dezembro de 1976.

²⁴ Res. 401/76 do CMN, inciso IV “Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0401_v1_O.pdf>. Acesso: 02 jun. 2013.

Pode-se assumir, a partir da leitura desse diploma normativo que, em algumas situações, a exata identificação do controlador seria bastante difícil ou até mesmo impossível, justificando-se, assim, a sistemática de presunção de estabilidade e permanência, para determinar as hipóteses em que alguém poderia ser considerado controlador (essencialmente para que fosse possível identificar sobre quem se aplicaria o regime de responsabilidades estabelecido na lei, visto se tratar de conceito eminentemente instrumental, como já demonstrado).

A despeito dos esforços e da boa intenção da referida resolução, sua sistemática não ficou imune a críticas.

Waldírio Bulgarelli manifestou-se a esse respeito: “(...) quanto é imperfeita a conceituação da lei, pois teve de ser complementada por uma Resolução, a qual, por sua vez, também não chega a tornar preciso o conceito”²⁵.

Nesse mesmo sentido é o pensamento de Guilherme Doring Cunha Pereira, para quem critérios propostos a partir de situações fáticas não são adequados, sustentando:

“Ainda que um acionista haja obtido a maioria dos votos em três assembleias gerais, pode não haver em verdade controle. Essa supremacia pode ter sido radicalmente eventual e sobre questões não decisivas para a vida da empresa”²⁶.

Em sentido oposto se posiciona Modesto Carvalhosa, ao comentar o artigo 116 da Lei das S.A., reconhecendo a utilidade da Res. 401 na interpretação quanto à permanência:

“Quando o controlador possui a maioria absoluta do colégio de votantes (art. 15), o requisito de permanência está resolvido automaticamente. **Porém, quando se amplia este colégio por qualquer motivo (...) impõe-se a interpretação administrativa e jurisprudencial para a caracterização desta permanência**”²⁷.
(sem grifos no original)

A Res. 401 inspirou (além da própria Lei Societária, como já demonstrado) as normas vigentes do Nível 2 e do Novo Mercado, segmentos diferenciados criados pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), com o objetivo de proporcionar um

²⁵ BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 1987. p. 253.

²⁶ PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 195.

²⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 492.

ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Esses segmentos foram influenciados pelo modelo alemão do *Neuer Markt*²⁸, e possuem regras específicas, previstas em regulamentos elaborados pela BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) e aplicáveis somente às empresas neles listadas²⁹.

Embora autônomos e independentes, os regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado trazem definição idêntica de poder de controle, conforme segue:

“Poder de Controle significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (‘grupo de controle’) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.”

Como se pode constatar, o conceito adotado pela BM&FBovespa é híbrido, ao admitir a titularidade do poder de controle tanto pelos critérios padronizados do artigo 116 da Lei das S.A., como também pela presunção relativa do controle de fato, curiosamente, socorrendo-se, para alcançar a situação de permanência e estabilidade, do mesmo critério temporal adotado pela já revogada Res. 401, qual seja, as três últimas assembleias³⁰.

Importante trazer à baila o posicionamento da CVM, acerca do assunto.

Para tanto, necessário recorrer a alguns julgados que, embora apreciem matéria envolvendo obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA), (re)visitam o conceito de poder de controle.

²⁸ O *Neuer Markt* foi uma iniciativa da *Deutsch Borse de Frankfurt* que estabeleceu fortes exigências para as companhias que desejassem se listar. Sua criação partiu da premissa de que o baixo desempenho do mercado acionário alemão era devido ao baixo nível de proteção aos minoritários. A realidade comprovou que essa premissa era correta, pois o aumento dos negócios no mercado de capitais da Alemanha, após a introdução o *Neuer Markt*, foi muito superior ao de outros países. Cf. SILVA, André Luis Carvalhal da. *Governança Corporativa e decisões financeiras no Brasil*. 2.ed. Rio de Janeiro: Mauad, 2005. p. 33-34.

²⁹ Os regulamentos do Nível 1 e Novo Mercado, podem ser consultados, respectivamente em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNivel1.pdf>> e <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso: 02 abr, 2013.

³⁰ Para José Edwaldo Tavares Borba a predominância nas duas últimas assembleias já seria um indicador suficiente de permanência. Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 10.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p 357.

Destaque-se o posicionamento do pelo relator do Processo Administrativo CVM RJ 2005/4069³¹ no sentido de que a obrigação de OPA não guarda relação de finalidade com o regime de responsabilidades do controlador, previsto no artigo 117 da Lei Societária. Segundo ele “para a exigência de OPA, a CVM não há de considerar o conceito de controlador conforme estabelecido no artigo 116”.

Em decisão mais recente, no Processo Administrativo CVM RJ 2008/4156³², o relator constatou que, embora sem a transferência de ações que assegurassem a maioria de votos nas deliberações, havia um acordo de transferência de direitos de sócio capaz de assegurar o poder de controle, nos termos da alínea ‘a’ do artigo 116, de modo que haveria um efeito prático equivalente, devendo ser exigida a OPA.

Percebe-se, mais uma vez, que a CVM admitiu o controle (embora exclusivamente para fins de exigência da OPA, é verdade), mesmo sem a maioria das ações com direito a voto, desprezando o critério quantitativo constante da alínea ‘a’ do artigo 116 da Lei Societária.

Em arremate, no Processo Administrativo CVM RJ 2009/1956³³, que apreciou OPA decorrente de alienação indireta de controle, a CVM, pela primeira vez, reconheceu a possibilidade de aplicação da obrigatoriedade de OPA na hipótese de alienação de controle minoritário, ou seja, aquele exercido com participação inferior à maioria absoluta do capital votante³⁴.

Em apertada síntese, fica evidente que a CVM adota postura casuística, mas, de modo geral, reconhece outras formas de controle, admitindo até o minoritário, como aquele que, embora não atenda os requisitos do controle na forma clássica, ocorra de fato.

Ao cabo dessas exposições, não é inútil retornar à análise do artigo 243, especificamente aos seus §§4º e 5º, debruçando-se sobre a influência significativa como conceito acessório à identificação do controle.

Pelo que se pôde notar pela leitura dos julgados, a CVM, ao se defrontar com situações em que não foi possível encontrar o controle nos moldes tradicionais, passou a adotar, ainda que não expressamente, a ideia da influência significativa, procurando identificar, a cada caso concreto, o exercício de uma influência dotada de estabilidade.

³¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 02 jun. 2013.

³² Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 02 jun. 2013.

³³ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 02 jun. 2013.

³⁴ Ressalte-se que, nesse caso, a CVM entendeu inexistir controle, concluindo pela inexigibilidade da OPA.

Diante do exposto, o que se pretende demonstrar é a primazia do dinamismo dos fatos da vida sobre os estáticos conceitos normativos, impondo ao intérprete e aplicador do direito uma busca contínua por critérios capazes de trazer soluções àquelas situações em que os conceitos estanques, isoladamente, já não são mais capazes.

Desse modo e cada vez mais, ressalta-se a importância e a necessidade de ir além, esforçar-se continuamente, num estudo menos formal e restrito, mais dinâmico e aberto do fenômeno do controle societário nas sociedades por ações brasileiras.

José Alexandre Tavares Guerreiro e Egberto Lacerda Teixeira, ainda na década de 70 do século passado, enfrentaram desafio semelhante, mas sob a ótica dos poderes dos administradores das sociedades.

Naquela oportunidade, muito se discutia acerca dos poderes dos administradores, motivo pelo qual tais autores propuseram uma penetração na realidade econômica da empresa, pois somente assim seria possível captar verdadeiramente o centro de emanção do poder. E concluíram:

“a tutela dos interesses e dos direitos que a atividade da companhia atinge, não mais se restringe a determinação da responsabilidade de quem a dirige, muitas vezes de reduzidos efeitos práticos e econômicos, razão pela qual se tornou necessário ampliá-la mediante o reconhecimento da titularidade efetiva da empresa, exercitada por quem de fato a controla. **Transcendeu-se, assim, a insuficiência da fiscalização tradicional, restrita à gestão direta dos administradores, para se procurar buscar, com instrumentação legal adequada, a fonte última do poder empresarial, consistente na figura muitas vezes velada do acionista controlador**”³⁵. (sem grifos no original)

Assim como naquela época, também hoje não há como rejeitar a realidade econômica das sociedades na análise dos institutos legais a elas correlatos, especialmente porque adotam os mais diversos padrões, imprevisíveis no cenário nacional até bem pouco tempo, resultando em estruturas de poder distantes daquela prevista na Lei Societária.

Justamente por essa razão, muitas são as críticas que se colocam no tocante à redação adotada pelo legislador societário, bem como em relação às interpretações dela advindas.

³⁵ GUERREIRO, José Alexandre Tavares de. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Op. cit.* p. 294.

Em sua apreciação ao rígido conceito de acionista controlador da Lei das Sociedades Anônimas, Ricardo Ferreira de Macedo pondera:

“(...) a lei, se quer se dar a tarefa de identificar a situação do controle sobre uma sociedade, não alcançará mais do que indícios ou presunções dessa situação, pois a pretensão de se identificar o controle por regras fixas representa a utilização de uma rede de malhas muito largas para capturar todas as possíveis manifestações desse fenômeno, muitas das quais, nessa medida, passarão por entre essas malhas sem que disso se dê conta o operador do direito”³⁶.

“(...) sendo o **controle resultado de um ajuste fático-relacional**, não pode a lei predeterminar esse resultado, mas tão-só supô-lo ou estabelecer critérios a sua aferição”³⁷. (sem grifos no original)

O autor perfilha o controle como resultado de um ajuste fático-relacional e, assim, passível de adaptações conforme a situação fática do caso concreto. Para ele, (e isso será aprofundado adiante) a revelação do controle envolve necessariamente sua “alocação econômica, coincida ela ou não com sua alocação jurídico-formal”³⁸, e arremata:

“Assim, parece-nos claro que, embora o *locus* formal de situação das prerrogativas decisórias no âmbito de uma empresa societária seja facilmente identificável na assembleia geral ou na reunião de quotistas (e a isso presta-se a redação do artigo 116 da lei acionária), **a estruturação e alocação dessas prerrogativas do ponto de vista fático econômico nem sempre corresponderá a essa leitura formal**, de autoria do direito societário em seu esforço de identificação de quais canais garantidos por sua função instrumental são aptos a gerar a situação de controle”³⁹. (sem grifos no original)

Nesse contexto, imprescindível reproduzir trecho extraído da obra que mais profundamente analisou o fenômeno do controle no Brasil, no âmbito da qual Fábio Konder Comparato expõe:

“a assembleia nada mais é do que um instrumento jurídico, previsto em lei para o fim de legitimar o exercício do poder de controle, mas, esta **legitimação é algo meramente formal, já que pode**

³⁶ MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Op. cit.* p. 96.

³⁷ *Op. cit.* p. 126.

³⁸ *Op. cit.* p. 200.

³⁹ *Op.cit.* p. 101.

ocorrer que o verdadeiro titular do poder decisório não seja sequer acionista, mas sim alguém externo à sociedade, que impõe sua vontade perante a qual se curva a assembleia”⁴⁰. (sem grifos no original)

Percebe-se assim, que já no século passado, ventilava-se na doutrina nacional a legitimação material para o exercício do poder de controle, reconhecendo-se o controle externo, ao admitir que um terceiro posicionado fora da estrutura da sociedade possa determinar seus rumos, como se demonstra pelos grifos realizados no trecho reproduzido.

Após essas considerações iniciais, convém estabelecer o conceito de controle, no sentido que se pretende dar à expressão todas as vezes que for utilizada neste trabalho.

Adotar-se-á, para esse fim, o conceito de Fábio Konder Comparato, para quem poder de controle é a “(...) suprema determinação da atividade empresarial e o consequente poder de disposição dos bens da empresa”⁴¹, independentemente da titularidade de capital, seja em que percentual for.

Tendo isso como pano de fundo, e em razão das constatações até aqui realizadas, especialmente no tocante à realidade brasileira, atualmente dotada de sociedades com múltiplos modelos de estrutura de poder, justifica-se a investigação sobre outras formas de controle possíveis no cenário nacional.

Com efeito, essas constatações compuseram o rol de motivos no processo de escolha do tema deste estudo, na medida em que um fenômeno real, apoiado no dinamismo de situações de fato, gera diversos e importantes efeitos no mundo jurídico, não podendo ficar isento de análises pelos estudiosos e operadores do direito.

É objetivo do presente trabalho, portanto, reconhecer que, ao lado do poder decorrente dos mecanismos acionários, internos à estrutura da sociedade, existem formas de controle resultantes de mecanismos não acionários, totalmente desvinculadas da condição de acionista e, assim também, do conceito *standard*.

Ao estudar o assunto, Ricardo Ferreira de Macedo sustenta que o controle, materialmente considerado, frequentemente não está no local formalmente imposto pelo legislador. Nesse sentido, sua consideração:

⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 89. O próprio autor admitiu que esse conceito já estava implícito nas análises dos economistas Adolf Augustus Berle e Gardiner C. Means.

⁴¹ *Op. cit.* p. 90.

“nenhum modelo legal ou analítico de direito societário tem condições de identificar de forma apriorística a alocação material do controle sobre uma empresa, embora possam os modelos legais induzir a ocorrência da alocação que lhe pareça mais adequada”.

O autor passa a utilizar a expressão *deslocamento decisório* para se referir ao fenômeno pelo qual as decisões passam a emergir de outros centros decisórios que não aqueles formalmente reconhecidos.

Em continuidade, o autor afirma que a análise do controle exige um estudo dinâmico de seus deslocamentos, e entende que pode existir a transposição das prerrogativas decisórias da esfera do controlador, identificável pelos parâmetros do artigo 116 da Lei Acionária, para a esfera (i) de outro sócio ou grupo de sócios (deslocamento decisório intrassocietário) ou (ii) de um agente externo, situado fora do quadro societário, ainda que possa estar dentro dos limites da estrutura orgânica da sociedade (deslocamento decisório extrassocietário)⁴².

Essas constatações evidenciam, sobretudo, que a identificação do controle (societário ou não) demanda um desapego da interpretação literal do artigo 116 da Lei das S.A. e exige uma busca por seu verdadeiro alcance, sopesada sua função instrumental.

Desse modo, considerando que os parâmetros eleitos pelo legislador ao criar o referido conceito não conduzem eficazmente ao que pretendeu disciplinar, cabe reconhecer o controle não mais como conceito, mas sim como efeito, revelado na efetiva imposição de vontade na condução de uma sociedade⁴³.

Ressalte-se, contudo, que essa tarefa não será possível sem antes expor a classificação existente entre poder de controle interno e externo, evidenciando a separação entre propriedade acionária e poder de comando⁴⁴.

⁴² *Op. cit.* p. 106. A propósito, o autor esclarece, em nota de rodapé, que as expressões por ele cunhadas *deslocamento intrassocietário* e *deslocamento extrassocietário* não guardam referência necessária com a tradicional contraposição entre *controle interno* e *controle externo*.

⁴³ Aprofundando o assunto, num estudo comparativo entre o conceito de controlador na Lei das S.A. e o conceito de concentração empresarial, na Lei n. 8.884/94 (antiga Lei Antitruste), Ricardo Ferreira de Macedo, conclui que ambos foram incluídos nas respectivas leis com a mesma defeituosa tendência constritiva. Todavia, reconhece que a Lei Antitruste trouxe uma redação não parametrizada em causas, mas sim em efeitos, buscando disciplinar a limitação da livre concorrência e a dominação de mercados. Assim, diferenciando-se da Lei Societária, a Lei Antitruste incide sobre quaisquer atos que possam gerar esses efeitos, estejam ou não arrolados na lei. Com efeito, embora ambos os sistemas se voltem à disciplina do poder decisório empresarial, paradoxalmente, o sistema antitruste é mais flexível que o societário. *Op.cit.* p. 175-187.

⁴⁴ Sobre a classificação de controle, imprescindível a leitura da obra de BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. 3.ed. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1988. p. 85-98. Numa linguagem mais condensada, recomenda-se a

A reflexão que encerra este introito ratifica a importância do papel do exegeta do direito no estudo do poder de controle, porque, embora a lei procure trabalhar com regras procedimentais fixas para seu exercício, é perigoso circunscrever qualquer pesquisa aos mecanismos solenes de sua manifestação no seio das sociedades, sob o risco de ignorar inúmeros problemas que efetivamente dizem respeito à atuação do controlador, como se demonstrará.

1.2. Estrutura de propriedade de capital das sociedades por ações

Previamente a qualquer conclusão que se possa almejar no âmbito deste trabalho, é necessário que se realize um exame sobre a estrutura de propriedade de capital das sociedades por ações, ou seja, sobre a forma pela qual o capital de determinada sociedade está organizado, numa referência ao *quantum* de capital cada sócio detém daquela sociedade.

A referida análise deve se efetivar a partir da leitura do artigo 11 da Lei das S.A., que dispõe: “O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social” e, complementa o artigo 110 da mesma lei: “A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral”⁴⁵.

Assim, considerando que o conceito clássico de poder de controle (artigo 116 Lei das S.A.) leva em conta a quantidade de votos de que se é titular, o estudo da estrutura de propriedade de capital no âmbito das sociedades por ações é imprescindível, pois somente a partir dele é possível identificar o controlador conforme a estrutura adotada.

Existem basicamente dois tipos de estrutura de propriedade de capital, de capital concentrado e de capital disperso, que serão aqui estudadas a partir das seguintes premissas: no âmbito da sociedade por ações e considerando uma sociedade composta apenas por ações ordinárias.

Na estrutura de propriedade de capital concentrado, o capital (e, portanto, assim também os votos) está absorvido num único acionista ou bloco, de modo que esse acionista

consulta aos estudos de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, pois promovem uma releitura legítima da obra de Berle e Means, aprimorando-a com a subclassificação do controle interno em controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 52-75.

⁴⁵ O direito societário não adota o regime democrático de cada cabeça um voto, mas a regra “cada ação um voto”, conforme expressa Osmar Brina Corrêa Lima “votam as ações e não as pessoas”. LIMA, Osmar Brina Corrêa. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994. p. 7.

ou grupo de acionistas possui o critério indicado na alínea ‘a’ do artigo 116 da Lei das S.A., já que dispõe de parcela relevante do capital e assim da maioria dos votos. A fim de exercer o poder de controle da sociedade, basta utilizar esses votos, determinando de forma permanente (enquanto mantenha essa condição) o funcionamento da companhia, conforme critério indicado na alínea ‘b’ do mesmo dispositivo legal.

Já na estrutura com capital disperso (também conhecida como estrutura com dispersão acionária ou de capital pulverizado), nenhum acionista ou grupo de acionistas detém os critérios exigidos pelo artigo 116, de modo que o poder de controle está distribuído entre todos os acionistas. Nessas sociedades, não é tão simples identificar a figura do controlador se considerados apenas os requisitos estabelecidos no artigo 116.

Como consequência dessas distinções, na estrutura de propriedade de capital concentrado, como grande parte da riqueza do acionista controlador ou dos acionistas do bloco de controle está representada pelo valor da companhia, o controlador acaba sendo naturalmente incentivado a exercer o controle e o monitoramento permanente dos negócios, justamente com vistas a preservar seu investimento. Além disso, como o controlador possui acesso direto ao fluxo de informações, pode intervir mais rapidamente sempre que julgar necessário.

Entre as desvantagens dessa estrutura, está o fato de que, aqueles que provêm capital nem sempre são dotados de especialização suficiente para gestão, com a real probabilidade de perpetuar uma gestão de baixa eficiência, em detrimento da sociedade e dos demais acionistas. Paralelamente, não se olvide que o controlador não possui incentivos para usar o controle em favor dos minoritários, o que certamente resultará na expropriação de valor desses acionistas.

A estrutura de capital disperso, por sua vez, possibilita a combinação entre administradores talentosos, mas sem recursos, e detentores de recursos, mas sem talento. Além disso, nessa estrutura há maior capacidade de investimento, na medida em que a injeção de recursos por acionistas dispersos é geralmente maior que a capacidade de investimento de um único acionista ou grupo de acionistas, isoladamente considerados.

Por outro lado, essa estrutura tem como principais desvantagens: (i) o fenômeno *free-rider*⁴⁶, como consequência da reduzida capacidade do acionista individualmente

⁴⁶ *Free-rider* é uma expressão inglesa, que traduzida livremente significa ‘carona’. Aqui foi utilizada para fazer referência ao comportamento *free-rider* de acionistas que não assumem os custos de monitoramento da administração, mas ‘pegam carona’ e se beneficiam da valorização da sociedade. Melhor explicando, os acionistas atuantes suportam integralmente os custos de monitoramento, e como resultado de seu trabalho

influenciar e monitorar as decisões dos administradores da sociedade, isso porque o capital pulverizado torna a participação individual tão pequena que o custo em promover o monitoramento dos negócios sociais acaba diminuindo o benefício total esperado, fazendo com que a falta de fiscalização gere prejuízos à sociedade, ocasionados pela má gestão dos administradores⁴⁷; (ii) a possibilidade de tomada hostil de controle, consistente na oferta dirigida aos acionistas dispersos, sem controle majoritário, para a compra de suas participações acionárias, com a finalidade precípua de, aos poucos, tomar o controle da companhia⁴⁸; (iii) *agency problem*, ou problema de agência⁴⁹, já que o administrador, por não ser proprietário do capital, pode deixar de perseguir os interesses da sociedade em prol da realização de seus próprios interesses⁵⁰; e (iv) absenteísmo dos acionistas minoritários,

tendem a agregar valor à sociedade, o que acaba sendo positivo para todos os acionistas, inclusive aqueles que ‘pegaram carona’. Num primeiro momento pode parecer atrativo ser um acionista *free-rider*, pois mesmo sem custos, pode usufruir dos benefícios decorrentes da atitude dos acionistas ativos. Todavia, num contexto hipotético, caso todos sejam *free-riders*, então nenhum acionista fiscalizará a administração e, consequentemente, a gestão será ineficiente e a sociedade não se valorizará, certamente gerando prejuízos à sociedade e a todos os acionistas.

⁴⁷ O caso da *Enron Corporation*, cuja estrutura de capital era dispersa, demonstrou que a falta de monitoramento pelos acionistas pode ser perigosa. Nesse famoso caso, os administradores manipularam contabilmente as demonstrações financeiras, escondendo débitos que resultaram na falência da sociedade no ano de 2001. Cf. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Fracassos corporativos associados a problemas de Governança Corporativa. O caso Enron*. Disponível em: <http://www.ceg.org.br/arquivos/Arquivo_1a.pdf>. Acesso: 14 jul. 2013. Vale conferir ainda ROE, Mark J. A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.140, 2005.

⁴⁸ A expressão ‘oferta hostil’ surgiu no direito estadunidense (*hostile takeover*), no entanto, pode-se criticar a propriedade da terminologia, pois ao referir como hostil a oferta de aquisição da companhia promovida por terceiro induz a uma visão de conotação negativa. Não à toa, muitos atualmente preferem a denominação ‘oferta descoordenada’ por traduzir com maior fidelidade o fenômeno, já que nem sempre há hostilidade na tentativa de aquisição. A grande diferença em relação à aquisição tradicional de controle é que não há um negócio entre adquirente e controlador, e sim entre adquirente e acionista disperso ou pequenos blocos de acionistas; de resto, não existem motivos para adotar um tom pejorativo a uma proposta que pode vir a ser amplamente favorável aos acionistas. Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Monografia vencedora no 7º Concurso de Monografias de Levy&Salomão Advogados. Disponível em: <http://www.levyysalomao.com.br/files/temp_ls/Monografia_vencedora_7_Concurso.pdf>. Acesso: 14 jul. 2013. Adicionalmente, vale conferir as críticas tecidas por Wendell Karielli Guedes Simplício. SIMPLÍCIO, Wendell Karielli Guedes. *Mecanismos de defesa contra ofertas hostis precisam passar por testes no Brasil*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070808NotA.asp>>. Acesso: 22 mar. 2012.

⁴⁹ O problema de agência foi constatado a partir de pesquisas que procuravam analisar a chamada ‘relação de agência’, que surge quando um ou mais indivíduos, denominados ‘principais’, contratam outros, denominados ‘agentes’, para realização de um serviço em seu nome e interesse. O problema de agência passa a existir no momento em que o agente, que deve sempre atuar no melhor interesse do principal, passa a atuar, ao contrário, em interesse pessoal. Cf. JENSEN, Michael.C; MECKLING, William.H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso: 14 jul. 2013.

⁵⁰ Parkinson ao estudar os problemas do controle gerencial aponta esse risco, mencionando que “enquanto a delegação de poder é um pré-requisito para a eficiência da empresa, ela traz o risco comum a todas as relações de outorga de poderes, o de que os diretores passem a agir em virtude de seus próprios interesses às expensas do acionista, consequentemente, minimizando os ganhos esperados”. Cf. PARKINSON, J.E. *Corporate Power and responsibility: issues in the theory of Company Law*. New York: Oxford University Press, 2002, p.161.

inviabilizando a aprovação de matérias necessárias e relevantes à condução dos negócios sociais.

Após analisar as principais vantagens e desvantagens de ambas as estruturas, pode-se concluir que existem diversos motivos a determinar a estrutura de capital de determinada sociedade, levando-se em conta a realidade política e econômica da própria sociedade, bem como do país no qual se insere⁵¹.

A doutrina especializada no assunto⁵² indica uma natural progressão do modelo concentrado para o disperso, pois os fundadores das sociedades tendem a comandá-las diretamente num primeiro momento, todavia, o avanço na escala e a necessidade de aumento de capital para enfrentar a competitividade podem acabar exigindo diluição na participação desses sócios fundadores, com captação de novos recursos e, assim também, busca por profissionalização na gestão.

Além disso, e talvez mais importante, as questões legais, regulatórias e autorregulatórias influenciam fortemente o modelo a ser adotado, de modo que, países com amplos direitos de acionistas e efetividade de *enforcement*⁵³, possuem incentivos à dispersão acionária. Ao revés, países com pouca proteção legal tendem a estimular estruturas concentradas⁵⁴.

Julgou-se adequado promover essas breves considerações acerca da propriedade de capital das sociedades previamente à análise das possíveis formas de controle, para que se possa compreender de que modo e em que contexto elas se manifestam.

Passa-se, agora, a essa tarefa.

⁵¹ O estudo pode ser aprofundado em consulta à dissertação de mestrado de Adriana Duarte Chagastelles. CHAGASTELLES, Adriana Duarte. *A influência da estrutura acionária no desempenho das empresas: estudo de caso da Perdigão S.A.* Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdades IBMEC, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ADM_adrianachagastelles_out.pdf>. Acesso: 14 jun. 2013. p.12-13 e à tese de doutorado de Letícia Simonetti Garcia. GARCIA, Letícia Simonetti. *O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado*. Tese (Doutorado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008.

⁵² ALESSI, Louis de. *Private property and dispersion of ownership in large corporations*. The Journal of Finance, v. 28, n.4, set. 1973.

⁵³ O conceito de *enforcement* ganhou larga utilização como sinônimo de aplicação e execução de leis ou normas de caráter vinculante.

⁵⁴ Embora não seja objeto do presente trabalho, convém indicar interessante estudo promovido por Eduardo Secchi Munhoz relativamente às diferenças havidas na transferência de controle no sistema concentrado e disperso. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências. In Marcelo Vieira Von Adamek. (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

1.3. Controle Interno

Como já aludido, o artigo 116 da Lei das S.A. reconhece que qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum que detenha, concomitantemente, direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, será controlador.

Trata-se, portanto, de um poder de controle decorrente da participação acionária, ou seja, de direitos de sócio.

Embora num primeiro momento a definição de controle interno possa induzir à conclusão de que se funda unicamente na propriedade acionária, há de se ter claro que é plenamente possível a dissociação entre propriedade acionária e poder de comando societário interno.

Assim, o controle interno ou *interna corporis* pode (e deve) ser tido como aquele decorrente do exercício do direito de voto, mas não necessariamente vinculado à propriedade das ações votantes.

Nesse sentido, o controle interno pode derivar da efetiva participação acionária ou da representação dos acionistas por administradores, afinal ambos se expressam no interior da sociedade, por meio de mecanismos de poder próprios da condição acionária.

Como já analisado, as sociedades com capital pulverizado não possuem um acionista ou um bloco de controle que detenha os critérios exigidos pelo artigo 116 da Lei Societária, de modo que, uma análise restrita ao conceito tradicional poderia resultar na afirmação de que em sociedades com essa estrutura de capital não há poder de controle, pois o mesmo somente existiria se os acionistas se reunissem a fim de obter a maioria dos votos, usando-os permanentemente para dirigir as atividades sociais e orientar os órgãos da sociedade.

Por óbvio, aceitar essa afirmação seria o mesmo que negar a realidade na qual se sustenta o perfeito funcionamento de diversas sociedades com capital disperso.

Em verdade, nas estruturas de capital pulverizado, o controle da companhia não é necessariamente vinculado à propriedade da maioria do capital social, podendo assumir outras formas, a exemplo do controle gerencial e do controle minoritário, embora esses não estejam contemplados expressamente na legislação nacional vigente.

Antes de adentrar a análise de cada uma dessas formas de controle, que pressupõem, em regra, a dispersão do capital social, é preciso reconhecer a existência de duas realidades distintas relativamente às sociedades de capital pulverizado.

Essas sociedades podem ter capital tão pulverizado a ponto de tornar impossível a identificação da figura do controlador; mas também podem, a despeito do capital pulverizado, deter um quadro de prevalência da decisão de alguns acionistas, normalmente votando organizados em bloco e de forma permanente (mesmo sem alcançar maioria dos votos nas deliberações, exigida no artigo 116 da Lei das S.A.).

Feita a ressalva, segue-se o estudo do controle gerencial e minoritário.

O *controle gerencial* foi explorado por Adolf Augustus Berle e Gardiner C. Means, que reconheceram, pela primeira vez, esse fenômeno, sob a nomenclatura *controle administrativo*⁵⁵.

Essa modalidade de controle tem como premissa a estrutura de capital com dispersão acionária⁵⁶, pois pela própria característica desse modelo, os acionistas dificilmente conseguem exercer alguma forma de controle sobre a sociedade, seja individualmente ou via acordo de acionistas.

Nessa modalidade, os acionistas, sem conseguir se reunir a ponto de agrupar votos suficientes para prevalecer nas decisões sociais, outorgam procurações aos administradores para que esses passem a atuar em seu nome, de modo que o administrador adquira efetivo poder de orientar os negócios da sociedade, por meio da atuação representativa dos acionistas nas assembleias.

Portanto, a inviabilidade de efetivo exercício de controle diretamente pelos acionistas conduz ao deslocamento do centro decisório, que passa a ser ocupado pelos administradores da sociedade, numa evidente separação entre propriedade e controle.

O controle gerencial é operacionalizado mediante a outorga de procurações pelos acionistas aos administradores, por meio das quais passam a atuar em nome daqueles nas assembleias gerais, ou seja, o controle gerencial não é meramente o poder de eleger

⁵⁵ *Op. cit.* p. 94-98. Os autores reconheceram que, em muitas companhias, a classificação não pode ser precisamente definida, especialmente quanto à linha tênue entre controle minoritário e controle gerencial.

⁵⁶ Muito embora o fenômeno da pulverização do capital seja raro no Brasil, é realidade em países com mercado de capitais desenvolvido, como nos Estados Unidos da América, onde já em 1929 algumas companhias apresentavam um alto nível de pulverização, a exemplo da *Pennsylvania Road Co*, em que a soma das participações dos vinte maiores acionistas não chegava a representar três por cento do capital da companhia. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, *Op.cit.* 5.ed. p. 71.

administradores, mas sim o efetivo poder de orientar os negócios da sociedade por meio da atuação representativa.

Diante disso, o controle gerencial deve ser reconhecido como forma de controle (interno), em linha com o disposto no artigo 116, embora não esteja expressamente lá previsto.

Nos Estados Unidos da América, país marcado pela dispersão acionária, esse mecanismo de controle gerencial via *proxy machinery*⁵⁷ é usado desde 1930, sendo atualmente regulado pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*⁵⁸.

Embora no Brasil exista regulação sobre a outorga de poderes pelos sócios, por intermédio de procurações, não há o reconhecimento legal do controle gerencial⁵⁹.

Assim, quando determinado acionista não pode ou simplesmente não deseja participar de determinada assembleia, pode, nos termos do artigo 126, §1º da Lei das S.A.⁶⁰, por meio de procuração, delegar o seu direito de voto a um procurador.

Para que possa representar o acionista, o procurador deve ter sido constituído há menos de um ano, podendo ser acionista, administrador da companhia, advogado ou, ainda, instituição financeira.

Além dessa procuração convencional, o acionista brasileiro passou a contar, após a publicação da Instrução CVM n. 481/09⁶¹, com os pedidos públicos de procuração⁶² realizados pelos acionistas ou pela administração da companhia.

⁵⁷ O termo em inglês pode ser traduzido como ‘máquina de procurações’. Os Estados Unidos da América, berço das grandes corporações, conheceram o problema da ausência de controle já a partir de 1930, pois desde então ficou claro que nesse modelo empresarial aquele que detivesse poderes para representar a maioria absenteísta nas assembleias automaticamente teria o voto vencedor nas deliberações. Assim, tornou-se uma prática comum a busca sistematizada por procurações, ao que foi denominado *proxy machinery*.

⁵⁸ A SEC é a comissão de valores mobiliários dos Estados Unidos da América, correspondente à CVM no Brasil.

⁵⁹ Nelson Eizirik, representando doutrina minoritária, defende que o controle gerencial não passa de um mito no Brasil. Cf. EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 66, 1987. p. 103-104. Parece, contudo, que esse entendimento encontra-se relativizado diante da atual realidade do mercado de capitais nacional, que conta com empresas de capital disperso listadas na BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, sendo a Lojas Renner S.A. o caso mais emblemático, tendo estreado com essa configuração no mercado de capitais no ano de 2005, servindo de inspiração para outras companhias, como Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer, Gafisa S.A., Totvs S.A e, mais recentemente, Kroton S.A. (A composição acionária das companhias abertas encontra-se na página virtual da CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 14 jun. 2013).

⁶⁰ Art. 126. (...) § 1º O acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.

⁶¹ Ressalte-se que, a iniciativa da CVM não decorreu unicamente do despontamento de companhias com capital disperso no mercado de capitais brasileiro, com a consequente dificuldade na obtenção de quóruns,

Os pedidos públicos de procuração são dirigidos a todos os acionistas e podem ser feitos por qualquer meio de comunicação (televisão, rádio, jornal, revista, internet), o que implica dizer que, assim como nos Estados Unidos da América, também no Brasil passou a existir um mecanismo eficiente e de amplo alcance para angariar volumes significativos de procurações⁶³.

Como se vê, esses mecanismos representam, ao mesmo tempo, forma de redução no custo do exercício de direito a voto e mecanismo de fomento da participação dos acionistas nas assembleias, com o consequente incremento na supervisão dos negócios sociais.

O *controle minoritário*, a exemplo do controle gerencial, também surge no bojo de sociedades com capital pulverizado, ou seja, nas sociedades em que não exista um acionista ou grupo de acionistas que seja titular de direitos de sócio que lhe assegure a maioria de votos nas deliberações.

Todavia, mesmo sem o número de votos necessários, pode acabar ocorrendo o controle *de fato* sobre a sociedade, sempre que um acionista ou um bloco de acionistas for capaz de decidir o destino da companhia de forma reiterada nas assembleias.

Assim, é como estar diante de uma sociedade que, embora tenha seu capital disperso (ausente o requisito da alínea ‘a’ do artigo 116), consegue identificar um grupo de acionistas normalmente responsável pelas decisões sociais⁶⁴.

mas também como instrumento capaz de administrar a falta de quorum em razão de impedimentos de acionistas.

⁶² Para os fins da referida instrução são considerados pedidos públicos de procuração: os pedidos que empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores; os pedidos dirigidos a mais de cinco acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e os pedidos dirigidos a mais de dez acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa. Os pedidos de procuração que não se enquadrem em nenhuma dessas hipóteses, serão considerados pedidos privados.

⁶³ Antes da Instrução CVM 481, os pedidos de procuração eram privados e ficavam adstritos ao regulado no artigo 126, § 2º da Lei das S.A., ou seja, deveriam ser realizados por meio de correspondência ou anúncio publicado, devendo: conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto e ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

⁶⁴ Ressalte-se que, o fato de não ser possível identificar a figura do controlador não significa que a companhia não tenha controle. Na verdade, não há um controle formal, mas há um controle de fato, manifestado pontualmente nas assembleias. Para Fábio Konder Comparato há, nestas situações, uma presunção *juris tantum* do controle, cuja prova contrária é dificilmente feita na prática, citando, como exemplo, o célebre litígio que opôs o governo americano à Du Pont de Nemours, há alguns anos na Suprema Corte que reconheceu que esta, com 23 % do capital da General Motors, controlava-a de fato, levando-se em consideração que 92% dos acionistas da companhia não possuíam mais do que 100 ações cada um. *Op. cit.* 5. ed. p. 67.

Nesse cenário, com fatias expressivas do capital na mão de diferentes acionistas, o grande desafio passa a ser o alinhamento de interesses entre esses acionistas no efetivo controle da sociedade (requisito da alínea ‘b’ do artigo 116).

Crítico ferrenho do controle minoritário, Modesto Carvalhosa defende:

“a convergência eventual e acidental de determinados blocos minoritários caracteriza o fenômeno da impermanência do comando gerencial das companhias com ações dispersas e isto acarreta a instabilidade do exercício da administração dessas companhias”⁶⁵.

O autor destaca que a concepção de controle minoritário não possui fundamento legal, eis que ausente o requisito da alínea ‘a’ do artigo 116 da Lei das S.A., que exige a permanência das decisões⁶⁶.

Para ele, num cenário de dispersão, aos minoritários caberia, no máximo, eleger os administradores que irão comandar a companhia e, quando a dispersão for tão significativa que não seja possível a formação de um grupo minoritário prevalente, a eleição da administração caberá aos próprios administradores, que deverão se utilizar dos pedidos públicos de procuração, nos termos da Instrução CVM 481/09.

O autor é firme ao defender que, em qualquer circunstância, diante do desaparecimento da figura do acionista controlador, é necessária a entrega da condução da companhia aos administradores, que exercerão o controle gerencial, assumindo toda a responsabilidade pela condução da sociedade.

A despeito dessa e de outras vozes se erguerem contra o reconhecimento do controle minoritário no Brasil⁶⁷, em verdade essa forma de controle, ao lado do controle gerencial, é amplamente aceita e reconhecida pela maior parte da doutrina especializada⁶⁸.

⁶⁵ Disponível em: <www.suagencia.com.br/clientes/inre/download/modesto-carvalhosa.ppt>. Acesso: 13 jun. 2012. Vale dizer que Modesto Carvalhosa defendeu rigidamente a mesma posição no Primeiro Congresso de Direito Comercial, realizado no dia 25.03.2011, na sede da Associação dos Advogados de São Paulo (AASP). Naquela ocasião, insertos numa mesa de debates, os respeitáveis professores Erasmo Valadão Azevedo e Novaes França e José Alexandre Tavares Guerreiro defendiam a existência do controle minoritário e tentavam demonstrar seus argumentos, mas Modesto Carvalhosa, não reconhecendo essa forma de controle, deu por encerrada a discussão impedindo que se iniciassem os debates acerca do assunto.

⁶⁶ *Op. cit.* v. 2. p. 491.

⁶⁷ Nessa linha de considerações, o posicionamento do relator do Processo Administrativo CVM 2005/4069: “Em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias, não preenchendo o requisito da alínea ‘a’ do art. 116, embora preencha a alínea ‘b’”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso: 02 jun. 2013.

Ao defender a existência do controle minoritário e fazendo um contraponto com o controle majoritário, João Henrique Guidugli aduz: “O controle flui incessantemente de uma situação para outra, mais patente e duradouro nesta, mais fugidio e efêmero naquela, no entanto, ninguém consegue suprimir-lhe a existência”⁶⁹.

Ressalte-se ainda que, o controle exercido em razão da titularidade de ações de classe especial, conforme artigos 17, §7º e 18 da Lei Societária, também não deixa de ser uma forma de controle minoritário, já que o detentor de ações dessa classe mesmo sem deter direitos de voto que assegurem a maioria dos votos e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, pode exercer o controle *interna corporis*. Essa matéria, contudo, será aprofundada no capítulo 3, no estudo dos mecanismos de controle dos agentes financeiros nas operações de Financiamento de Projeto.

Encerrando a análise que distinguiu o controle gerencial e minoritário, e utilizando-se de expressão cunhada por Ricardo Ferreira de Macedo, todas as vezes que houver um deslocamento das prerrogativas decisórias da esfera do controlador (identificável pelos parâmetros do artigo 116 da Lei Societária), para o controlador minoritário ou para o administrador (controle gerencial), nos termos aqui expostos, pode-se afirmar que se efetivou um *deslocamento decisório intrassocietário*.

Embora se trate de polêmico e apaixonante tema, que suscita interessantes debates, especialmente no tocante à alienação e aquisição de controle de companhias, o corte metodológico adotado neste trabalho inviabiliza maior aprofundamento quanto a essas modalidades de controle interno.

Conclui-se, com isso, abordagem introdutória que se prestou a elencar as formas de controle manifestadas no interior da companhia, previamente ao anúncio do conceito que se deseja penetrar com mais vagar, referente ao controle externo, o qual fundamenta, em

⁶⁸ Nesse sentido, AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.) *Op.cit.* p. 217-262; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 59. 2002; EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.) *Op.cit.* p. 177-191; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e Direito Societário: poder de controle acionário e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, e MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.) *Op.cit.* p. 285. Ao reconhecer a flexibilização do modelo que vigorou no Brasil no curso do último século, Maurício Moreira Mendonça de Menezes reconhece: “É certo que os casos ainda são incipientes, mas a flexibilização é incontroversa”. Cf MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 25.

⁶⁹ GUIDUGLI, João Henrique. *Controle Externo Contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 196.

grande medida, o poder de controle dos financiadores em *Project Finance*, objeto central do presente trabalho.

1.4. Controle Externo

Como já demonstrado, a Lei das Sociedades por Ações, ao definir controlador, admite apenas o controle interno, na medida em que o artigo 116 impõe como requisito essencial da caracterização do controlador a titularidade e o efetivo uso de direitos de sócio.

Nesse sentido, parte-se da estrutura da assembleia geral, como órgão máximo da sociedade, a quem compete decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento, identificando-se o poder de controle na figura daqueles que, isolada ou conjuntamente, imponham sua decisão à assembleia.

Contudo, como outrora alertado, o referido diploma legal e alguns conceitos nele inseridos reduzem sobremaneira o alcance do poder de controle, restringindo-o à influência sobre a assembleia. Apresenta-se, assim, como insuficiente para nortear todos os cenários possíveis em termos de organização do poder e não enfrenta, entre outras, a problemática que envolve o controle externo.

O controle externo, entendido como aquele que decorre de meios diversos da participação societária e emanado de fora da estrutura orgânica da companhia, tem sido reconhecido ao longo dos anos na jurisprudência estadunidense, tendo influenciado a *Securities and Exchange Commission* - SEC, órgão regulador do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, a elaborar um conceito para se referir ao fenômeno.

Conforme definição adotada pela SEC, controle externo é “a posse, direta ou indireta, do poder de dirigir ou influenciar a direção de gestão e políticas de determinada pessoa, seja por meio de participação acionária (que conceda direito de sócio), de contrato ou de outro modo”⁷⁰.

⁷⁰ Tradução livre do trecho “*the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract or otherwise*”. Disponível em: <<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/aether042605-ex1.pdf>>. Acesso: 08 jul. 2013.

O fenômeno do controle externo foi objeto de estudo pioneiro na doutrina pátria por Fábio Konder Comparato, em sua precursora e atual obra⁷¹, tendo o autor identificado existir uma série de hipóteses que podem configurar essa espécie de controle.

Guilherme Doring Cunha Pereira também reconhece a espécie, afirmando que no controle externo ou não societário “a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade”⁷², em linha com posicionamento exarado anteriormente por Fábio Konder Comparato, para quem, “o controlador, no caso, não é necessariamente membro de qualquer órgão social, mas exerce o seu poder de dominação *ab extra*”⁷³.

Diante dessas considerações preliminares é possível vislumbrar os primeiros contornos do controle externo, concebido não em razão da titularidade de direitos de acionista, mas sim de circunstâncias estruturais ou fáticas que o desalojam do local originariamente imposto pelo legislador societário.

É exatamente essa a ideia que permeia a concepção de controle externo: a existência de agentes externos que conduzem os rumos da sociedade.

A esse respeito Ricardo Ferreira de Macedo reconhece haver um movimento de deslocamento extrassocietário do controle, rumo a uma esfera volitiva estranha à estrutura orgânica da sociedade⁷⁴. Como já apontado neste trabalho, esse autor reconhece o controle como resultado de um ajuste fático-relacional⁷⁵, defendendo que, em algumas circunstâncias, o centro decisório efetivamente pode se encontrar fora da estrutura societária.

Existe, assim, uma série de situações que podem resultar na manifestação do controle externo, conforme aponta João Henrique Guidugli:

“as causas e as formas de manifestação do controle externo são as mais variadas e decorrem de situações que pouco têm em comum, desafiando por sua riqueza e fluidez, qualquer tentativa de sistematização ou classificação”⁷⁶.

⁷¹ COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 1976 (A obra foi reeditada e mais recentemente publicada em coautoria com Calixto Salomão Filho, conforme indicado ao longo deste trabalho).

⁷² *Op. cit.* p. 4.

⁷³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op.cit.* 5.ed. p. 89.

⁷⁴ *Op. cit.* p. 123.

⁷⁵ *Op. cit.* p. 200.

⁷⁶ *Op. cit.* p. 54.

Continua o autor:

“Noções ou ideias como a imposição de vontade com permanência e intensidade, a situação de inferioridade de uma sociedade com relação a um dado sujeito, a supremacia econômica que fundamenta um relacionamento comercial entre agentes e a dependência da condução das atividades da parte mais fraca aos termos de referido relacionamento constituem importante instrumental analítico para o investigador do controle, ainda que o **controle externo só possa ser determinado com precisão em cada caso concreto**”⁷⁷. (sem grifos no original)

A despeito da constatação do autor, relativamente à ausência de critérios uniformes na caracterização do controle externo, uma análise empírica das situações que culminam nessa submissão da sociedade à vontade de terceiros estranhos à sua estrutura social é capaz de demonstrar que, normalmente, as causas determinantes gravitam em torno das condições fáticas vividas pela sociedade, em regra, de caráter econômico-financeiro.

Assim, em princípio, pode-se afirmar que o controle externo submerge de relações econômicas atreladas à imposição de uma influência dominante entre agentes reciprocamente considerados e formaliza-se, em regra, por estruturas contratuais (extrassocietárias) celebradas entre esses agentes⁷⁸.

É preciso reconhecer, assim, que certas relações, justamente por serem dotadas de supremacia econômico-financeira, podem impor (e normalmente impõem) influência capaz de culminar na determinação de vontade do agente supremo sobre o agente em situação de dependência.

O controle externo tende a ocorrer quando a sociedade está de tal forma comprometida economicamente/financeiramente que acaba por se submeter às exigências de seus credores, especialmente agentes financeiros, que geralmente condicionam a manutenção do relacionamento creditício a uma série de providências de natureza administrativa e organizacional, capazes de lhes conferir verdadeiro controle administrativo e financeiro sobre a companhia.

A fim de ilustrar a assertiva, cite-se o contrato de franquia.

⁷⁷ *Op.cit.* p. 67. Sem prejuízo dessa consideração inicial, o autor promoveu uma classificação de controle externo, a partir de classificações propostas pela doutrina nacional. Cf. p. 83-98.

⁷⁸ O presente estudo restringirá a análise da influência dominante em sua dimensão interna, ou seja, no aspecto relativo à relação entre os agentes. Reconhece-se, contudo, que o objeto se sujeita a exame mais abrangente e, em sua dimensão externa, revela material valioso aos estudiosos do direito concorrencial.

A franquia empresarial é um negócio pactuado pelo contrato de franquia regulado pela Lei n. 8.955/94⁷⁹, por meio do qual um franqueador cede ao franqueado o direito de uso de marca ou patente, associado ao direito de distribuição exclusiva ou semiexclusiva de produtos ou serviços e, eventualmente, também ao direito de uso de tecnologia de implantação e administração de negócio ou sistema operacional desenvolvidos ou detidos pelo franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem que, no entanto, fique caracterizado vínculo empregatício⁸⁰. Como contrapartida, o franqueado assume uma série de deveres perante o franqueador, em regra, envolvendo rigorosas diretrizes para o uso da marca, administração, operação e divulgação da franquia.

Sem prejuízo dos deveres relacionados à preservação da marca e respeito aos direitos do franqueador, o que é perfeitamente compreensível, não é incomum encontrar deveres não diretamente relacionados a esses objetivos. São deveres que ultrapassam os limites do equilíbrio contratual, representando redução, quando não aniquilamento, da autonomia empresarial do franqueado⁸¹.

Um exemplo que pode esclarecer esse excesso de ingerência do franqueador diz respeito à obrigação do franqueado de adquirir estoque de produtos do franqueador, ainda que não tenha demanda para tanto, evidenciando desarrazoada intervenção no planejamento financeiro do franqueado, apta a inviabilizar seu negócio. Outro exemplo, diz respeito às solicitações reiteradas de informações detalhadas sobre o desempenho da unidade franqueada, com prazos exíguos para cumprimento, sob pena de extinção unilateral do contrato de franquia⁸².

⁷⁹ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18955.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

⁸⁰ Art. 2º da Lei n. 8.955/94. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18955.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

⁸¹ Em seus apontamentos sobre a relação de dependência econômica e abuso de direito no contrato de distribuição, Paula Andréa Forgioni reconhece que, muitas vezes, o exercício de um direito assegurado pela lei ou pelo próprio contrato poderá mostrar-se abusivo. Contudo, propondo um olhar crítico e repudiando posturas maniqueístas, a autora defende: “(...) não haverá abuso quando for praticado um ato lícito nos quadrantes de eficiência jurídica do sistema de distribuição, informada pelas premissas implícitas do ordenamento (i.e., racionalidade jurídica, boa-fé e proteção da legítima expectativa, necessárias ao adequado fluxo de relações econômicas)”, em arremate, a autora sustenta que, eventual abuso de direito e a aplicação das penalidades cabíveis – Artigo 187 do Código Civil – deve se dar de forma objetiva, caso a caso, reconhecendo a inexistência de fórmulas genéricas. FORGIONI, Paula Andréa. *Contrato de Distribuição*. 2.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008. p. 428.

⁸² A respeito dessa e outras cláusulas insertas no contrato de franquia, como a realização de um mínimo de vendas do produto franqueado ou do direito do franqueador inspecionar indistintamente os livros do franqueado, reconhece Maria Helena Diniz: “Não há um contrato *standard* para a franquia. Todavia, muitas dessas cláusulas já estão consubstanciadas em cláusulas-padrão impressas, em função da prática dos negócios”. DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. v.4. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

Percebe-se, pelos exemplos, que o pano de fundo da relação de domínio do franqueado pelo franqueador é a dependência econômico-financeira, como verdadeira condição para exercício das atividades sociais do franqueado. Nota-se que o franqueador exerce influência dominante sobre o franqueado num efetivo exercício de controle externo de suas atividades, direta ou indiretamente, em razão dessa dependência.

Essa simplória ilustração e a conclusão dela decorrente, contudo, não estão imunes a críticas e, entre tantas, poderia surgir o seguinte questionamento: Será que isso, por si só, caracteriza o controle da sociedade? E a resposta não é pacífica.

Embora poucos autores efetivamente desenvolvam o tema do controle externo na doutrina nacional, algumas opiniões sobre este questionamento merecem ser aqui reproduzidas, especialmente a fim de apontar o quão dispares são entre si.

Calixto Salomão Filho, por exemplo, rejeita os casos de controle externo decorrente de influência dominante meramente de fato, pois considera que, nestes casos, não há atribuição formal de direito societário ao seu titular⁸³.

No mesmo sentido é a posição de Carlos Celso Orcesi da Costa, para quem o controle externo não tem soberania, tampouco legitima atos de disposição de bens e direitos da companhia. Afirma o autor:

“o controle externo, nem mesmo em seu exercício mais opressivo, não implica em supressão do controle interno que subsiste”, pois “(...) o controlador externo somente possui um direito de crédito contra a sociedade (...), possivelmente até uma expectativa de assunção de controle interno, mas basicamente não tem direito de dispor dos bens de terceiros como proprietário”⁸⁴.

Percebe-se, assim, que importantes autores se levantam contra a ideia do controle externo como resultado de influência dominante exercida por um terceiro sobre a sociedade, demonstrando manifesta resistência em conceber o controle fora do local rigidamente imposto pelo legislador, segundo Fábio Konder Comparato, resultado do espírito conservador dos juristas⁸⁵.

⁸³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2006. p. 200.

⁸⁴ COSTA, Carlos Orcesi da. Controle externo nas companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 44, 1981. p. 72-74.

⁸⁵ COMPARATO, Fábio Konder. Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador. *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 284.

De fato, como defenderam os autores, não há atribuição formal (nos ditames societários) de controle nesse contexto. Todavia, não se pode ignorar a configuração do controle material, com a dominação dos negócios e rumos da sociedade, normalmente veiculado estavelmente por instrumentos celebrados entre as partes.

Em outras palavras, e sob a influência de José Alexandre Tavares Guerreiro, defende-se que o poder, como fato, até pode ser tratado formalmente por normas do direito a fim de organizá-lo, mas ele, por si só, já existe, independentemente do reconhecimento formal do direito.

A essa análise, que distingue o controle visto pelo ângulo jurídico formal (dever ser) daquele visto pela realidade sociológica (ser) o autor denominou “distorção do modelo jurídico da sociedade anônima”⁸⁶.

Logo, não seria esse controle material suficiente para justificar a apreciação dos estudiosos de direito societário sobre o tema? Especialmente por dois motivos: primeiro pela aproximação do conceito de *influência significativa*, já estudado, do conceito de *influência dominante*, e depois porque não se defende um controle sem nenhum suporte formal, mas com um suporte de natureza extrassocietária.

E, justamente em razão desse entrelaçamento de conceitos, bem como das consequências e resultados práticos dessa dominação externa sobre a sociedade por ações, o assunto passou a ser enfrentado por alguns autores.

Nessa toada, e embora timidamente, parte da doutrina moderna já começa a engrossar coro em favor do reconhecimento do controle externo, demonstrando que o poder de controle, como gênero, é revelado independentemente das vias procedimentais e rígidas previstas na legislação, reconhecendo, assim, que a realidade descortina situações novas que testam a letra fria e estática da lei.

Desse modo, ao lado daqueles que não admitem o controle fora dos limites da norma societária, existem outros que o reconhecem e sobre ele debruçam seus estudos.

Nesse contexto, partindo da análise do controle externo como fenômeno decorrente da dependência econômico-financeira da sociedade, Guilherme Doring Cunha Pereira desenvolve seu pensamento, dedicando especial esforço no apontamento de alguns atributos que considera inerentes a essa modalidade de controle.

⁸⁶ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.77, 1990.

Ao se referir ao fator econômico que condiciona a viabilidade ou manutenção da sociedade, conclui que somente haverá controle externo se efetivamente houver influência na sociedade, entendida nos seguintes termos:

“a) que a influência seja de ordem econômica; b) que a influência se estenda a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada; c) que se trate de um estado de subordinação permanente, ou, pelo menos, duradouro; e d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico”⁸⁷.

Ora, o posicionamento do autor chama atenção para um aspecto relevante no estudo do controle não societário, ao informar que situações apriorística e abstratamente consideradas não são capazes de configurar o controle. Ao revés, a situação deve ser analisada em cada caso concreto, com a avaliação casuística da existência desses caracteres, afinal somente eles dotam a influência externa de estabilidade e permanência, elementos inseparáveis ao conceito de controle.

Para o autor, portanto, o controle externo não advém de qualquer influência que a sociedade possa sofrer de um ente externo, mas somente daquela que, composta dessas características, seja capaz de efetivamente deslocar o centro decisório para um agente externo, com verdadeira soberania sobre as atividades e condução dos negócios da sociedade.

Nessa linha também é o pensamento de João Henrique Guidugli, para quem o controle interno e o externo, indistintamente, possuem natureza de soberania⁸⁸.

Para esse autor, o controle externo deve ser percebido a partir da compreensão do conceito de influência dominante, pois ambos (controle externo e influência dominante), embora não se confundam, possuem o mesmo efeito prático, qual seja, determinar ou influenciar de forma preponderante a condução dos negócios sociais⁸⁹.

Nesse sentido é sua consideração:

“Por óbvio, não citou a referida lei (Lei das S.A) a expressão influência dominante, cuja noção explícita é estranha ao nosso ordenamento. Não obstante, uma das características mais

⁸⁷ *Op. cit.* p.14.

⁸⁸ Todavia, o autor destaca que essa soberania no controle externo impõe-se à sociedade de diferentes modos, ou seja, nem todos controladores externos exercerão sua soberania da mesma forma. *Op. cit.* p. 78-79.

⁸⁹ *Op.cit.* p. 74.

recorrentes da influência dominante é a dependência econômica de uma sociedade em relação a outro sujeito, neste caso introduzida pela dependência financeira e/ou administrativa”⁹⁰.

Em sua opinião, portanto, o conceito de influência dominante tem pontos de intersecção com o de controle externo, quando esse é considerado a partir da existência de um fator que determine a viabilidade ou a manutenção da sociedade.

Nessa linha de raciocínio, o autor chega até mesmo a sugerir uma reflexão sobre a possibilidade de um acionista com direito a voto ser controlador externo, promovendo a instigante colocação:

“Até mesmo um acionista com direito a voto pode ser controlador externo. A contradição aparente da ideia não resiste à análise. (...) no caso de o acionista deter direitos de voto que lhe garantam a maioria das deliberações na assembleia geral, teríamos o controle interno, caso contrário o externo. (...) O controle externo exercido por um acionista minoritário advém de fatores estranhos à sua participação social, tais como a condição de único ou principal fornecedor ou cliente (...). **A detenção de alguma parcela do capital votante simplesmente impulsiona ou consolida o domínio do controlador externo sobre a sociedade, mas não constituirá base relevante e tampouco formadora do referido domínio**”⁹¹. (sem grifos no original)

O trecho reproduzido acima, além de demonstrar a acuidade do autor em chamar a atenção para aspecto frequentemente desprezado pelos estudiosos do assunto⁹², ratifica o que acima se anunciou, isto é, que várias vozes engrossam o coro em defesa do reconhecimento de outras formas de controle além daquela descrita no diploma societário.

Esse autor também não deixa de mencionar outra espécie identificável dentro do gênero controle externo, ao que denominou *controle externo legal*, referindo-se às hipóteses em que o próprio texto legal prevê a possibilidade de intervenção de terceiros sobre a sociedade⁹³⁻⁹⁴.

⁹⁰ *Op.cit.* p. 72.

⁹¹ *Op.cit.* p. 75.

⁹² No mesmo sentido é o posicionamento de Modesta Carvalhosa: “poderá o controlador externo ser até acionista da companhia”. *Op. cit.* v.2. p. 496.

⁹³ *Op.cit.* p. 92.

⁹⁴ *Op. cit.* p. 93-98.

Essa intervenção expressamente prevista em lei viabiliza o controle externo nas mais diversas situações, seja para remediar crises ou conflitos internos à sociedade, seja para defender interesses de terceiros.

São situações que justificam o controle externo, a título exemplificativo: (i) controle externo do interventor nomeado pelo Banco Central do Brasil, nos termos da Lei n. 6.024/74 (Lei do Sistema Financeiro Nacional); (ii) controle externo do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), nos termos da Lei n. 12.529/11; (iii) controle externo dos financiadores, nos termos da Lei n. 8.987/95 (Lei das Concessões) combinada com a Lei n. 11.079/04 (Lei das Parcerias Público Privadas)⁹⁵ e (iv) controle externo dos credores, nos termos da Lei n. 11.101/05.

Destacando a importância no reconhecimento de todas essas formas de controle não societário, o autor conclui:

“É patente que o conceito de controle calcado apenas na disposição, direta ou indireta, de direitos de sócio apresenta contornos e desafios mais estreitos ao seu intérprete, tão estreitos que **muitas vezes o investigador procurará o controle onde ele não se encontra ou, na melhor das hipóteses, encontrará uma estrutura meramente formal, desprovida de qualquer efetividade na condução dos negócios sociais**”⁹⁶. (sem grifos no original)

Ricardo Ferreira de Macedo enfrenta o tema com maestria, investigando-o de forma profunda em sua obra *Controle Não Societário*, cujo título, por si só, sugere sua inclinação a respeito do assunto.

Em seus estudos, esse autor também verifica a relação existente entre dependência econômica e controle externo. Aliás, sua obra se desdobra a partir da compreensão do fenômeno sob duas óticas distintas, de um lado sob a ótica jurídico-societária e, de outro, sob a ótica econômico-empresarial.

Ele denuncia a deficiência na percepção interdisciplinar sobre o fenômeno do controle societário, especialmente por parte do legislador brasileiro, que alocou o poder de controle exclusivamente na esfera dos acionistas, associando-o à propriedade de capital.

⁹⁵ Trata-se do mecanismo dos *step-in rights*, que será analisado detidamente no capítulo 3, enquanto instrumento apto a conferir poder de controle aos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*.

⁹⁶ *Op.cit.* p. 66-67.

Nesse sentido, promove seu protesto:

“(...) se o direito societário expressa, em sua compreensão do fenômeno da empresa, preocupação com a alocação e o exercício do controle sobre ela – tanto que busca induzir uma alocação que entende eficiente a disciplinar a atuação dos ocupantes deste *locus* –, essa preocupação deve ser ampliada quando se verifica que a alocação efetiva do controle escapa, por circunstâncias fáticas, àquela alocação tida pelo legislador como eficiente”⁹⁷.

O referido autor prossegue em sua crítica, afirmando que se não bastasse a miopia do legislador ao tratar da matéria, também os intérpretes sofrem de semelhante enfermidade. Ele relata posturas frequentes de resistência por parte de juristas e operadores do direito ao enfrentar o assunto, concluindo com pesar:

“Mantidas estas resistências, contudo, deverão o operador e o estudioso do direito societário conviver com uma realidade de vasoconstricção da efetividade do aparato jurídico construído em torno da relevante necessidade de se disciplinar e balizar o exercício do controle sobre a empresa”⁹⁸.

A par de suas reprimendas, o autor promove valiosa colaboração à doutrina nacional na análise do instituto e propõe uma sistematização no estudo do controle externo a partir de um vetor principal, bifurcado em outros dois vetores.

O vetor principal seria a dependência da sociedade em relação a determinado elemento econômico, que ele nomeia *fator precípua de viabilidade*.

Esse vetor, por sua vez, bifurca-se, podendo determinar uma dependência estrutural ou apenas circunstancial, sendo que a diferença entre elas se dá em razão da relação existente entre a sociedade e o correspondente fator de viabilidade.

Como se verifica, ele reconhece que as situações de deslocamento do controle para uma esfera externa à sociedade pressupõem, necessariamente, a existência de fatores precípuos de viabilidade, conceituando-os nos seguintes termos:

“Certas empresas, quer por sua natureza, quer por dados circunstanciais, têm sua viabilidade condicionada ao fornecimento ou manutenção de um fator econômico determinado, cuja cessação

⁹⁷ *Op.cit.* p. 29.

⁹⁸ *Op. cit.* p. 68.

acarreta potencialmente o encerramento da empresa ou a necessidade de completo redirecionamento de sua atividade, redimensionamento cujos custos podem mostrar-se inviáveis. **É a esse fator condicionante que aqui atribuímos a denominação de fator precípua de viabilidade**⁹⁹. (sem grifos no original)

O doutrinador entende que o condicionamento de uma sociedade à manutenção ou fornecimento de um fator econômico, seja qual for, tende a gerar sua subordinação a esse fator.

Na mesma linha de considerações e condensando o assunto, Ricardo Ferreira de Macedo assevera:

“(...) o fornecedor do fator precípua de viabilidade, um dentre todos os *stakeholders* da empresa, **terá condições de exercer efetiva e constante pressão sobre os *loci* decisórios formais da mesma**, pressão que pode ser, inclusive, em geral o é, veiculada estavelmente pelo instrumento que disciplina a relação de fornecimento do fator precípua de viabilidade.

Assim, a conduta a ser disciplinada pela função de balizamento do direito societário, soe estranho ou não, será encontrada não no titular das prerrogativas societárias (...), mas no titular das prerrogativas contratuais emergentes da relação de fornecimento do fator precípua de viabilidade da empresa. E não poderia ser diferente a conclusão, sob pena de condenar-se a função de balizamento do direito societário a uma imprestável nulidade teleológica”¹⁰⁰. (sem grifos no original)

O autor, como se vê, compreende o controle externo como resultado de um ajuste contratual.

Essa constatação é bastante oportuna, pois como sustentado anteriormente, o controle externo não é resultado de mera influência dominante de fato, concretizando-se formalmente por meio de instrumentos capazes de lhes dar a roupagem jurídica adequada à sua legitimação. O que se defende, portanto, é a existência de um controle externo nesses moldes.

Nessa linha de ponderações, conclui-se que, se a sociedade depende de forma estrutural e fundamental de determinado fator de viabilidade, haverá *controle externo por*

⁹⁹ *Op. cit.* p.145.

¹⁰⁰ *Op. cit.* p. 148.

dependência estrutural; por outro lado, caso dependa de forma pontual, por questões fáticas circunstanciais, haverá *controle externo por dependência circunstancial*.

Essa polarização do controle externo em dois vetores sintetiza outras classificações disponíveis nas doutrinas que tratam do tema, motivo pelo qual será aqui adotada para aprofundamento do estudo dessa espécie de controle. A partir dela, serão apontadas algumas situações de controle externo nas sociedades por ações brasileiras.

No primeiro vetor (controle externo por dependência estrutural) estariam arroladas, por exemplo, sociedades submetidas a relações jurídicas com caráter de exclusividade, como nos casos de franquias¹⁰¹, afiliadas¹⁰², distribuidoras¹⁰³ e aquelas dependentes de transferência de *know-how* ou tecnologia.

Note-se que, em todas essas figuras negociais há traços de subordinação empresarial da sociedade, em regra, refletida em ajustes contratuais celebrados entre as partes da relação, de modo que sua não submissão pode representar o não cumprimento de seu objeto social, impedindo o início de suas atividades, ou impondo o encerramento da mesma, quando sua manutenção depender do exercício do comando por parte de terceiros.

Nessas estruturas é comum que haja certa confusão entre as atribuições de cada uma das partes da relação jurídica, conforme constata Ricardo Ferreira de Macedo:

“(...) nessa espécie de relação, é difícil enxergar que franqueados, distribuidores exclusivos e “afiliadas” exerçam atividades diversas de seus franqueadores, fornecedores e geradoras, uma vez que, ao contrário, os últimos sempre se valem dos primeiros para ampliação de suas próprias atividades (...)”¹⁰⁴.

Pode-se afirmar, com isso, que travestidas em relações jurídicas de natureza cível, na maior parte das vezes encerram também relações de caráter societário.

Esses exemplos e as considerações deles decorrentes confirmam que o centro decisório de determinada sociedade pode se encontrar materialmente fora do local

¹⁰¹ Ao analisar a realidade em torno do contrato de franquia, Fábio Konder Comparato visualiza que, no extremo, as franquias tendem a assumir, em conjunto, um grupo econômico de subordinação externa, sendo que o franqueador (titular do poder econômico) acaba criando sua própria rede de fornecedores e consumidores sem praticamente nenhum investimento. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op.cit.* 5.ed. p. 95-98.

¹⁰² Vale a leitura do Recurso Especial n. 15.247, do Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/toc.jsp?tipo_visualizacao=null&livre=15247&&b=ACOR&p=true&t=JURIDICO&l=10&i=11>. Acesso: 11 nov. 2013.

¹⁰³ O estudo aprofundado da matéria foi realizado na doutrina nacional por Paula Andréa Forgioni. *Op. cit.*

¹⁰⁴ *Op.cit.* p. 152.

rigidamente imposto pelo legislador societário, localizando-se, frequentemente, no titular de prerrogativas emergentes de relações negociais fundamentadas em fatores de viabilidade e manutenção da sociedade.

Ressalte-se que, além dos exemplos indicados acima, existem outros¹⁰⁵ capazes de demonstrar essa dependência estrutural de sociedades que, contratualmente, sujeitam-se a políticas rigorosas sobre suas atividades e seus negócios sociais, sofrendo efetivo controle externo.

A fim de aprofundar a análise do controle externo, especificamente sob a ótica da dependência estrutural de fatores de viabilidade, promove-se uma rápida análise de julgado paradigmático sobre o tema.

O referido julgado ratifica que, muitas vezes a viabilidade de determinada sociedade fica condicionada ao fornecimento ou manutenção de um fator econômico, cuja cessação pode, no limite, acarretar seu encerramento.

A decisão, exarada pelo Egrégio Superior Tribunal de Justiça – STJ, no ano de 1991, nos autos do Recurso Especial n. 15.247, interposto contra acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, que apreciou a existência (e eventual abuso) de controle externo no âmbito de uma relação de afiliação no segmento de transmissão televisiva.

A afiliada, responsável pela retransmissão de conteúdo, argumentava que teria sido coagida a encerrar suas atividades por decisão unilateral da sociedade geradora do conteúdo.

O assunto ganhou destaque à época, por ter sido a afiliada patrocinada por renomado advogado, e por ter contado com parecer da lavra de Fábio Konder Comparato relativamente à subordinação empresarial e ao abuso de controle externo pela geradora de conteúdo, o qual, posteriormente, foi publicado em revista jurídica especializada¹⁰⁶.

A ementa do acórdão indica a problemática, mas simplifica a solução jurídica apresentada, conforme se lê:

¹⁰⁵ Outros exemplos são analisados pela doutrina. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op.cit.* 5.ed. p. 89-103; COSTA, Carlos Orcesi da. *Op. cit.* p. 74; e ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance – Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 218.

¹⁰⁶ COMPARATO, Fábio Konder. Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador. *Op. Cit.* p. 270-291.

“CIVIL. CONTRATO DE TRANSMISSÃO DE PROGRAMAS DE TV. NATUREZA JURÍDICA. O contrato entre empresas de televisão, concessionárias de serviço público, não se inclui no gênero sociedade e, contendo cláusula resolutiva, se extingue segundo dela enunciado”¹⁰⁷.

Pela leitura do acórdão exarado pela 3ª Turma do Egrégio STJ, nota-se que a afiliada clama pela reclassificação jurídica do contrato firmado com a geradora de conteúdo, reconhecendo-o não como mero contrato de afiliação, mas como um verdadeiro contrato de sociedades e, portanto, vedada sua extinção unilateral.

Entretanto, confirmando a decisão de primeiro grau e do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, o Superior Tribunal de Justiça não o fez, sinteticamente reconhecendo não se tratar de sociedade, nas palavras do Ministro Relator Dias Trindade porque “falta o elemento de participação de uma em outra das contratantes”.

O relator dos autos arremata com o seguinte discurso:

“De ver, por conseguinte, que a recorrida não participa da constituição acionária da recorrente, o que serve a indicar que não poderia encontrar-se naquela posição de ‘acionista controlador’, definido no art. 116 da Lei 6.404/76”¹⁰⁸.

Os Ministros Cláudio Santos e Nilson Naves acompanharam o relator, sendo que este, em seu voto, chegou a reproduzir trechos do parecer de Fábio Konder Comparato, enfrentando a discussão sobre formação de grupo econômico com subordinação externa, contudo, o fez apenas para afastar sua incidência.

Por tudo que já foi aqui exposto, várias críticas podem se levantar contra esse julgado, na medida em que ficou adstrito à interpretação literal do artigo 116 da Lei das S.A. no tocante à definição de controlador, especialmente se considerada a ausência de aprofundamento nas teses societárias que poderiam ser ventiladas e enfrentadas diante do consistente material disponível e submetido à apreciação da Corte¹⁰⁹.

Para alguns autores, como Ricardo Ferreira de Macedo, ainda que o Egrégio Tribunal não quisesse reconhecer a relação de controle societário, seria instintivo

¹⁰⁷ Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/toc.jsp?tipo_visualizacao=null&livre=15247&&b=ACOR&p=true&t=JURIDICO&l=10&i=11>. Acesso: 11 nov. 2013.

¹⁰⁸ Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/toc.jsp?tipo_visualizacao=null&livre=15247&&b=ACOR&p=true&t=JURIDICO&l=10&i=11>. Acesso: 11 nov. 2013.

¹⁰⁹ O julgado não enfrentou, sequer, a questão relativa ao eventual abuso de direito decorrente da relação de dependência econômica estabelecida entre as partes.

apreender que um agente externo detinha condições de levar ao encerramento da afiliada. Para ele, considerando que a geradora de conteúdo detinha total controle sobre as atividades e negócios sociais da afiliada deveria submeter-se ao regime jurídico aplicável ao controlador, contido no artigo 117 da Lei das S.A.

Trazendo considerações acerca da perda de função instrumental do conceito de controle tão valorizada pelo direito societário, o autor sintetiza seu entendimento, lamentando:

“A não aplicação do artigo 117 (...) leva, com efeito, à conclusão de que o direito societário, em sua função de balizamento, pode restar absolutamente indiferente diante da situação de liquidação de uma empresa próspera, ainda que isto cause injusto impacto a todos os seus *stakeholders*, cujos interesses a lei societária, ao menos pelo que nela está escrito, pretende tutelar”¹¹⁰.

Se consideradas as lições precedentes e um mínimo conhecimento da estrutura estabelecida em relações desta natureza (afiliação exclusiva), de se ver que as afiliadas tendem a ser meras extensões operacionais das geradoras de conteúdo.

Aliás, nesse sentido foram as colocações de Fábio Konder Comparato em seu parecer, reconhecendo que geradoras tendem a conceber suas afiliadas como alternativa menos onerosa de ampliação de suas atividades, por exemplo, quando comparada a abertura de novas filiais.

O parecerista destacou, ainda, que o instrumento contratual celebrado entre as partes e submetido à sua apreciação, não refletia uma relação civil, mas sim uma relação de caráter societário, segundo ele “com acentuada desigualdade”, evidenciando a supremacia dos interesses da geradora em detrimento da afiliada.

Em seu parecer, a fim de afastar qualquer dúvida sobre a condição de domínio da geradora sobre a filiada, o autor responde a pergunta que ele mesmo elabora:

“Qual a lógica de um arranjo contratual dessa natureza?”

Obviamente, o “contrato de afiliação” propicia a integração de uma empresa em outra, sem que a parte dominante tenha que fazer investimentos de capital. A subordinação empresarial é concluída sem nenhum custo de investimento para a empresa dominante. A organização empresarial subordinada já existe em perfeitas

¹¹⁰ *Op. cit.* p. 159-160.

condições técnicas e econômicas de atuar no mercado. Os recursos de capital técnico (imóveis, máquinas e aparelhagens) e de pessoa (quadro de empregados, jornalistas e não jornalistas), organizados sob uma direção própria, compõem uma empresa independente, titular de concessão administrativa para atuar como estação de televisão. A “afiliação” toma esse conjunto completo e acabado e o coloca a disposição de outra empresa “multiestadual”. **Se esta última seguisse os esquemas clássicos da subscrição de capital, da aquisição onerosa de controle, ou da criação de estabelecimentos filiais ou sucursais, teria que suportar o custo de elevado investimento de capital. O contrato de “afiliação” supre, habilmente, esse dispêndio de recursos e enseja a completa instrumentalização da outra empresa com total economia de investimento**¹¹¹. (sem grifos no original)

Percebe-se, com as precisas colocações do parecerista, que a estrutura grupal organizada por via contratual constitui, do ponto de vista econômico, uma alternativa bastante vantajosa e, do ponto de vista do regime de responsabilidade, um excelente mecanismo de proteção à geradora de conteúdo, eis que não responde, nos termos da Lei Societária, pelos rumos da afiliada, permanecendo esta como exclusiva responsável, ainda que aja nos estritos termos impostos contratualmente pela geradora.

Sobre esse aspecto, a crítica de Ricardo Ferreira de Macedo:

“Assim, a recalcitrância em se reconhecer o fenômeno do controle em relações não societárias dá lugar a que essa forma de controle (que faticamente existe, seja ela reconhecida ou não) possa ser exercitada não apenas a custos inferiores que a forma societária, mas também sem os balizamentos e responsabilidades desejáveis”¹¹².

O estudo desse julgado, do parecer nele anexado e das críticas que lhes sucederam sintetiza o intuito deste capítulo, consubstanciado no desejo de demonstrar que o não reconhecimento do controle externo tende a resultar numa consequência simples, mas de reflexos importantes: a inaplicabilidade do regime de responsabilidades ao controlador externo, com a consequente subutilização dos balizamentos funcionais trazidos pela Lei Societária, contaminando-os de uma “imprestável nulidade teleológica”¹¹³.

¹¹¹ *Op.cit.* p. 274-275.

¹¹² *Op. cit.* p. 154.

¹¹³ MACEDO, Ricardo Pereira de. *Op. cit.* p. 148.

Isso converge aos arremates realizados anteriormente e traz coerência à tese que defende o controle externo, afinal, ficou demonstrado que o conceito de controlador da Lei das S.A. tem cunho instrumental, criado para identificar aquele que estará submetido ao regime jurídico de deveres e responsabilidades previsto no referido diploma.

Apenas a fim de evitar conclusões equivocadas, importante mencionar que o racional desenvolvido acima se aplica a toda e qualquer forma de controle externo, considerada nos termos aqui propostos, embora sua análise tenha se alocado topograficamente no bojo da dependência estrutural da sociedade.

Feitas essas anotações, migra-se para a análise do controle externo por dependência circunstancial, fazendo-se referência às sociedades que sofrem controle não societário em decorrência de acentuado endividamento.

O controle por endividamento é bastante citado pela doutrina, tendo sido pioneiramente apontado na literatura nacional por Fábio Konder Comparato ao se referir ao controle externo, enquanto gênero:

“Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão de seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muita vez, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial”¹¹⁴.

A despeito das frequentes menções a respeito do controle externo decorrente do endividamento, efetivamente são poucos aqueles que se debruçam numa análise detida sobre o fenômeno e, mais do que isso, sobre suas consequências jurídicas.

De forma bastante simplificada, pode-se afirmar que em situações de endividamento, o credor pode passar, em virtude de seu direito de crédito, a dominar a devedora, sempre com vistas a fiscalizar suas atividades e acompanhar sua saúde financeira, assegurando-se da certeza de liquidação da dívida com ele assumida.

Cumprindo observar que, a maior parte das matérias de interesse do credor não estão inseridas nas competências da assembleia geral. Com efeito, em seu desiderato, não lhe importa tanto o exercício de poder de controle interno (âmbito da assembleia), mas essencialmente na diretoria, onde usualmente se processam as matérias de seu interesse.

¹¹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.* 5.ed. p. 90.

É verdade, contudo, que alguns mecanismos utilizados pelos credores acabam resultando no controle interno, como no caso de usufruto sobre ações, *step-in rights*¹¹⁵ ou aquisição de *golden shares*¹¹⁶. Nesses casos, como se demonstrará no capítulo 3, os credores podem possuir direito de voto, exercendo seu poder no interior da sociedade, nos termos formais previstos na Lei Societária.

Em razão do acima disposto, e considerando o corte metodológico, o estudo pormenorizado do controle externo decorrente da situação de endividamento, se dará no capítulo 3.

Por fim, e apenas para não finalizar o capítulo negligenciando a existência de recentes e interessantes estudos acerca do poder de controle externo nas sociedades em crise, seguem-se breves considerações.

O assunto foi pioneiramente estudado no direito estadunidense, levando em conta o regime jurídico especial de recuperação judicial que recai sobre as sociedades empresárias no contexto de recuperação judicial à luz do *Chapter 11*¹¹⁷.

Esses estudos culminaram no reconhecimento de que determinados poderes e prerrogativas, a rigor de competência do controlador, poderiam passar à coletividade de credores, ao que se denominou *creditor control*¹¹⁸.

Na doutrina nacional, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa analisou o tema, entendendo que, em regra, o comitê de credores não tem nenhuma função relacionada com a atividade social propriamente dita, cabendo-lhe apenas fiscalizar a atuação dos administradores e a execução do plano de recuperação judicial¹¹⁹.

¹¹⁵ A tradução livre da expressão *step-in rights* é “direitos de intervir”. O significado contextualizado desse instituto será obtido no capítulo 3, enquanto mecanismo apto a conferir poder de controle aos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*.

¹¹⁶ A expressão *golden share* é traduzida como *ação de ouro* e refere-se a ações de classe especial que atribuem direitos especiais aos seus titulares comparativamente aqueles atribuídos aos demais acionistas da mesma sociedade. Esse mecanismo será estudado no capítulo 3, enquanto instrumento apto a conferir poder de controle aos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*.

¹¹⁷ Legislação que regula a recuperação judicial de empresas nos Estados Unidos da América. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter11.aspx>>. Acesso: 17 out. 2013.

¹¹⁸ AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. *Creditor Control and Conflict Chapter 11*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1081661>>. Acesso: 29 jun. 2013; SKEEL JR. David A. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416420>. Acesso: 29 jun. 2013.

¹¹⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. O status jurídico do controlador e dos administradores na recuperação judicial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.143, 2006. p. 31.

Todavia, o tema foi abordado com maior profundidade por Maurício Moreira Mendonça de Menezes, ao propor uma Teoria do Poder de Controle nas Companhias em Recuperação Judicial¹²⁰.

Ao longo de sua obra, o autor analisa o exercício do controle no contexto de empresas em recuperação judicial e, entre as constatações pertinentes à teoria proposta, é possível pinçar interessantes colocações acerca da caracterização do controle externo.

Seu estudo revela que a própria estrutura da propriedade acionária da sociedade em crise sofre limitações decorrentes da recuperação judicial, e isso se deve, fundamentalmente, por duas situações distintas.

A primeira delas envolve a limitação quanto à disponibilidade do controle¹²¹, já que a alienação das ações representativas do bloco de controle, por corresponder a uma das hipóteses de concreção do plano de recuperação, nos termos do artigo 50, III da Lei n. 11.101/05¹²², depende da não objeção dos credores ao plano de recuperação apresentado pela companhia ou, havendo objeção, da prévia aprovação pelos credores reunidos em assembleia (artigos 55 e 56 da mesma lei, respectivamente)¹²³. Trata-se, como se vê, de disposição legal evidentemente limitadora dos poderes típicos de controlador¹²⁴.

Outra latente restrição está na impossibilidade de disposição dos bens da companhia, que se verifica desde a distribuição do pedido de recuperação judicial (artigo 66) até a efetiva aprovação do plano pelos credores (artigos 55 e 56).

Ora, se o conceito de controle engloba o poder de disposição dos bens da empresa (como se defendeu acima), há de se concordar com o pensamento de Maurício Moreira Mendonça de Menezes ao comentar o conteúdo desses dispositivos legais e o impacto dos mesmos no regular processamento da recuperação judicial da sociedade.

¹²⁰ *Op. cit.* 278.

¹²¹ Aqui figuram os *distressed assets*, ou seja, investidores especializados na aquisição de ativos empresariais considerados de alto risco. O foco desses investidores é adquirir participação societária suficiente para influenciar ou efetivamente exercer o controle em um processo de recuperação judicial, cercando-se das cautelas necessárias para que seja potencializada a probabilidade de ganhos quando a companhia já estiver reestruturada e eles venham a desinvestir. Cf MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *Op.cit.* p. 105.

¹²² Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: (...) III – alteração do controle societário.

¹²³ MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *Op.cit.* p. 106-108. Conferir as críticas tecidas pelo autor relativamente à ausência de conexão entre o ativismo dos credores no controle da sociedade e a efetividade do plano de recuperação judicial, lamentando que no estágio atual da Lei n. 11.101/05 haja subordinação de qualquer hipótese de alteração do controle societário ao crivo dos credores.

¹²⁴ Em sentido contrário, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, para quem a medida do artigo 50, III da Lei 11.101/05 deve partir da própria sociedade que apresenta o plano de recuperação. *Op. cit.* 35.

Nesse sentido, suas pertinentes considerações:

“a norma reforça o esvaziamento do poder de controle nesse aspecto, uma vez que coloca a prerrogativa decisória na esfera volitiva dos credores, não bastando, portanto, a mera apresentação do plano de recuperação, para que a companhia prossiga no programa de alienação de ativos, se assim previsto”¹²⁵. (sem grifos no original)

Como se pode notar, esses dois exemplos são capazes de demonstrar a limitação frontal imposta ao exercício de relevantes faculdades inerentes ao controlador no contexto de crise da sociedade.

Relembre-se que o estudo do poder de controle na sociedade objeto de recuperação judicial se deu de forma bastante sucinta, até porque muito específico diante do recorte metodológico dessa pesquisa.

Igualmente, mesmo sem tal intenção, esses breves trechos serviram para demonstrar (novamente) como a realidade tem apresentado situações novas que testam a letra da lei e as interpretações dela decorrentes numa velocidade bastante acelerada, própria dos fatos sociais¹²⁶.

Adverte-se, com isso e mais uma vez, sobre a importância de uma análise atenta sobre o objeto de estudo, impondo-se aos intérpretes e aplicadores do direito o dever de buscar continuamente critérios capazes de trazer soluções àquelas situações nas quais os conceitos estanques já não são mais capazes.

E, particularmente quanto ao controle, impõe-se tal dever para permitir que a função do direito societário no balizamento do controle possa se efetivar além dos limites impostos pela fórmula rígida da Lei Societária, pois somente assim obterá a efetividade que o sistema pretendeu disciplinar.

Esse também é o pensamento de João Henrique Guidugli:

“(...) o direito societário deve assumir papel mais amplo, visando oferecer condições para que seja cumprida a finalidade social da empresa como agente econômico (...). Um dos pressupostos para a consecução da referida finalidade é o adequado reconhecimento

¹²⁵ *Op.cit.* p. 128.

¹²⁶ Esse foi o objetivo dessa breve explanação, evidenciando a realocação de certos direitos do controlador à coletividade de credores, ainda que de forma transitória e provisória destinada aos fins da recuperação judicial, quais sejam, a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica (Artigo 47 da Lei n. 11.101/05).

dos centros decisórios, condutores das atividades sociais, seja para proteger os seus interesses legítimos, seja para coibir eventuais desvios e abusos de poder”¹²⁷.

Assim, e em vias de concluir o raciocínio, defende-se a caracterização do controle externo pela influência que agentes externos à estrutura acionária da companhia podem gerar na condução da mesma, ao impor aos controladores internos (sejam os acionistas controladores – nos termos do artigo 116 da Lei das S.A. –, sejam os acionistas que exercem o controle minoritário, sejam ainda os administradores, no exercício do controle gerencial) o modo de condução da companhia.

O controle externo, sob essa concepção, pode se concretizar por intermédio de cláusulas contratuais que imponham expressamente essa influência dominante, ou decorrer de expressa previsão legal, como se viu. Não importa a roupagem utilizada pela influência externa, bastando apenas que efetivamente culmine no controle da sociedade fora dos limites do controle interno.

Assim, pode-se obter o conceito de controle externo por exclusão, afinal, será controle externo toda determinação suprema da atividade empresarial de determinada sociedade que não decorra diretamente do controle interno.

Sob essa abordagem, e conforme será demonstrado no capítulo 3, o controle externo poderá se efetivar diretamente, quando os agentes externos assumirem os mecanismos acionários de controle interno à sua disposição, mesmo sem serem acionistas¹²⁸; ou de forma indireta, com a manipulação e domínio sobre os atos de gestão dos titulares do controle interno (acionistas controladores, minoritários ou administradores). Em ambos os casos há controle externo.

1.5. Coexistência do controle interno e controle externo

Constatada a existência do controle externo, dotado da supremacia própria do controle societário, há que se perquirir a possibilidade de sua coexistência com o controle interno no âmbito das sociedades por ações.

A resposta dependerá da premissa adotada.

¹²⁷ *Op. cit.* p. 197.

¹²⁸ A exemplo do exercício dos *step-in rights* de controle (legal ou contratual), a ser estudado no capítulo 3.

Para aqueles que não reconhecem o controle externo, concebendo-o como mera influência externa decorrente de situações fáticas, o questionamento sequer existe, afinal, o controle interno permanece soberano no âmbito da sociedade por ações, não dividindo espaço com nenhuma outra forma de controle.

Pode ser citado como defensor desse entendimento, Modesto Carvalhosa, para quem o controlador externo, no máximo, impõe sua influência sobre os controladores internos que, na verdade, continuam titulares absolutos do controle¹²⁹.

Além dele, José Edwaldo Tavares Borba, afirma “que o chamado controle externo não é propriamente uma forma de controle, mas sim um processo de influência sobre o controle”¹³⁰.

Por sua vez, os defensores do controle externo se dividem.

A maioria admite a coexistência do controle interno e externo, mas existem autores que chegam a defender a supressão do controle interno em benefício do externo em determinadas circunstâncias.

O primeiro grupo reconhece que o controlador externo tende a ter interesse no domínio de apenas alguns aspectos da sociedade, e não sobre todos eles, de modo que todas as decisões que não lhe interessem, direta ou indiretamente, remanescem sob controle interno.

Assim, por exemplo, se uma sociedade toma recursos de agentes financeiros, esses desejarão apenas dominar decisões afetas à solidez da sociedade financiada, assegurando a liquidação da dívida com ela assumida; em outro exemplo, o licenciador de uma marca terá interesse nas deliberações da sociedade licenciada no tocante à manutenção da imagem e reputação de sua marca.

Sob essa perspectiva, cada titular do fator precípua de viabilidade apenas exercerá o controle em relação aquilo que seja capaz de interferir em seu interesse na respectiva sociedade, sendo que as demais deliberações continuarão concentradas na estrutura interna da sociedade.

¹²⁹ *Op. cit.* v.2. p. 436. Aliás, em razão disto ele se posiciona radicalmente contrário a qualquer tentativa de responsabilização do controlador externo, aduzindo: “Não prevê a Lei n. 6.404/76, como já se mencionou, qualquer responsabilidade do controlador externo. Em consequência, caberá aos controladores internos, diretos ou indiretos, essa responsabilidade (art. 117), quando se prestarem a exprimir a vontade dos controladores externos. Esses são, pois, irresponsáveis perante a companhia, seus acionistas e terceiros em geral pela condução, de fato, da sociedade”.

¹³⁰ *Op.cit.* p. 313.

Analizando o assunto, João Henrique Guidugli demonstra sua filiação a essa corrente, ao aduzir: “Em suma, certas decisões ou matérias da sociedade devedora ficarão a cargo único e exclusivo de seus controladores internos por não afetarem o vínculo ou elemento de ligação entre a devedora e o credor”¹³¹.

Nessa linha de raciocínio, o controle externo, nem mesmo em seu exercício mais tirânico, será capaz de suprimir o controle interno, convivendo conjunta e harmoniosamente com ele.

Não se ignore, ainda, o fenômeno por meio do qual uma sociedade se sujeita a controle externo de diferentes centros decisórios. Ilustrando-se por meio do exemplo de uma franquia com endividamento, pode-se concluir que a mesma sofrerá, concomitantemente, controle externo do franqueador e do agente financeiro (duplo controle externo), sem prejuízo da manutenção do controlador interno, no que remanescer.

Esse exemplo ratifica a possibilidade de coexistência de todas essas formas de controle.

Esse, porém, não é o pensamento de José Virgílio Lopes Enei, para quem a materialização do controle externo, implica, necessariamente, a subjugação do controle interno, passando o agente externo a imprimir sua vontade nos rumos sociais.

Para esse autor, “no momento que o controle interno é subjugado, não há mais que falar em subsistência desse poder”¹³².

Eram essas as considerações a serem feitas no cotejamento entre o controle externo e controle interno no âmbito das sociedades por ações.

Por fim, em vias de encerrar este capítulo e com vistas a obter a coerência pretendida, convém checar se o conceito de controle extraído da obra de Fábio Konder Comparato e adotado neste trabalho suporta os contornos do controle externo.

Naquela oportunidade, a definição extraída da obra do referido autor concebeu o controle sob dois enfoques correlatos, como suprema determinação da atividade empresarial e poder de disposição dos bens da empresa.

E, sob ambos os enfoques, entende-se que há conformidade.

Isso porque, como se demonstrou, o controle externo é dotado de supremacia, muito embora essa se verifique dentro de limites relacionados ao interesse precípua do

¹³¹ *Op.cit.* p. 100.

¹³² *Op. cit.* p. 220.

controlador externo. Portanto, o controle externo possui potencial para culminar na suprema determinação da atividade empresarial.

Da mesma forma, em relação ao poder de disposição dos bens, o controlador externo o detém, obviamente não para vendê-los, onerá-los ou de qualquer forma dispor, mas para dar-lhes destinação adequada ao regular exercício da atividade da sociedade¹³³.

Assim, por exemplo, o franqueador terá disposição sobre determinado equipamento voltado à produção do produto objeto do contrato de franquia, tendo poder para impedir que o franqueador a modifique, sob o risco de comprometer a identidade do produto.

Essa feição atribuída aos atos de disposição dos bens como característica do poder de controle pode ser apreendida a partir das lições de Fábio Konder Comparato:

“(...) o poder de controle não se confunde com propriedade. **Não é um direito real**, portanto, de caráter absoluto, incidindo sobre uma coisa, **mas um poder de organização e direção**, envolvendo pessoas e coisas”¹³⁴. (sem grifos no original)

Tendo como base tudo o que foi exposto, e conforme já proclamado, os títulos e subtítulos do capítulo 3 se destinarão à análise pormenorizada de alguns dos mecanismos aptos a conceder poder de controle a terceiros estranhos às sociedades.

Todavia, por opção metodológica, o estudo ficará circunscrito ao controle exercido pelos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*, sendo estudados os diversos mecanismos utilizados com o intuito de deter poder de controle sobre as atividades, gestão e negócios das sociedades por eles financiadas.

Como se demonstrará, em razão de seu direito de crédito, os agentes financeiros passam a ter aptidão para exercer o controle interno ou externo sobre a sociedade, por meio da adoção de técnicas que envolvem o uso de *covenants*¹³⁵, garantias reais sobre ações da sociedade, criação de ações de classe especial, adoção dos *step-in rights*, entre outros.

¹³³ Nesse sentido, as considerações de Maurício Moreira Mendonça de Menezes, para quem “bem se sabe que a ‘disposição’ equivale, nessa ordem de ideias, ao poder de dar destinação aos bens de produção, no exercício da livre iniciativa econômica”. Cf. MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *Op.cit.* p. 126.

¹³⁴ COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. n. 63, 1986. p. 77.

¹³⁵ Os *covenants* são obrigações de fazer e não fazer e serão analisados detidamente no capítulo 3, enquanto instrumento apto a conferir poder de controle aos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*.

2. FINANCIAMENTOS NA MODALIDADE *PROJECT FINANCE*

2.1. Natureza jurídica dos financiamentos

O financiamento é espécie de mútuo, e esse é espécie de empréstimo. Logo, o financiamento é subespécie de empréstimo.

O mútuo está definido no artigo 586 do Código Civil¹³⁶ como o empréstimo de coisas fungíveis, ou seja, de bem móveis que possam ser substituídos por outros da mesma espécie, qualidade ou quantidade, sendo que o exemplo típico indicado pela doutrina são os mútuos de dinheiro, bem fungível por excelência.

O mútuo de dinheiro, também denominado mútuo feneratício, em regra, tem natureza onerosa e, em razão do disposto no artigo 591 do Código Civil¹³⁷, presumem-se devidos juros¹³⁸.

Em razão dessa natureza, no mútuo de dinheiro ambas as partes visam a obter vantagens ou benefícios, impondo-se encargos reciprocamente em benefício uma da outra¹³⁹. Como consequência, esse mútuo contempla a seguinte estrutura: uma parte (mutuante) cede determinado montante de recursos financeiros imediatamente disponíveis à outra parte (mutuário), que os recebe e assume o compromisso de devolvê-los futuramente, atualizados pelo preço praticado para sua realização (juros).

Anote-se que, conforme entendimento sumulado dos tribunais superiores¹⁴⁰, mutuantes instituições financeiras ou equiparadas¹⁴¹ não se sujeitam à Lei de Usura¹⁴², afastada assim a incidência do artigo 591 do Código Civil aos contratos bancários de mútuo.

¹³⁶ Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

¹³⁷ Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.

¹³⁸ Juros constituem a remuneração devida pela utilização do capital alheio (frutos civis ou rendimentos).

¹³⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. V. 3, 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 65.

¹⁴⁰ Nesse sentido, Súmula 596 do Supremo Tribunal Federal “As disposições do Decreto 22.626/1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o Sistema Financeiro Nacional”, e Súmulas 381 e 382 do Superior Tribunal de Justiça, respectivamente: “Nos contratos bancários, é vedado ao julgador, conhecer de ofício, da abusividade das cláusulas” e “A estipulação de juros remuneratórios superiores a 12% ao ano, por si só, não indica abusividade”.

¹⁴¹ A Lei n. 4.595/64 (Lei do Sistema Financeiro), define, no artigo 17, as instituições financeiras e, em seu parágrafo único, as equiparadas.

¹⁴² Decreto n. 22.626/93. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d22626.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

O mútuo feneratício tem como uma de suas características a liberdade na destinação dos recursos tomados, sem ingerência do mutuante quanto ao destino que o tomador pretenda dar a esses recursos. Assim, cabe exclusivamente ao tomador mutuário decidir de que forma irá dispor dos recursos, podendo alterar sua decisão a qualquer tempo, dada sua absoluta autonomia em relação aos mesmos.

Compreendido o conceito de mútuo, enfrenta-se, a seguir, o conceito de financiamento.

Embora seja conhecido de todos no âmbito empresarial, amplamente estudado pela doutrina e frequentemente objeto de apreciação pelo Poder Judiciário, o financiamento não encontra definição tipológica no direito pátrio, apenas sendo referenciado em alguns diplomas esparsos¹⁴³.

Como espécie de mútuo, o financiamento também exige que o mutuário restitua os valores mutuados nos termos acordados, contudo, distingue-se daquele pela existência de obrigação adicional, consistente no dever de dar destinação específica aos recursos objeto do financiamento. Por isso, aliás, tal destinação já deve ser estipulada no instrumento legal que regulará o financiamento, para que seja de conhecimento do mutuário desde o momento da pactuação do negócio, podendo ser validamente exigível.

Diante dessa especificidade, pode-se definir financiamento como o mútuo feneratício no qual o mutuário tem o dever de conferir aos recursos por ele tomados finalidade previamente determinada, não tendo nenhuma liberdade relativamente ao destino dos mesmos¹⁴⁴.

Convém mencionar que essa definição acaba por repetir conceito usado por Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, em sua obra, *Tratado de Direito Privado*, ao se referir ao *mútuo de escopo*¹⁴⁵.

Naquela oportunidade, o jurista reconheceu que, em algumas modalidades de mútuo, por ele nomeadas mútuo de escopo, mútuo com destinação ou simplesmente mútuo com fim preciso, o acordo de vontade das partes quanto à destinação dos recursos,

¹⁴³ Embora o financiamento não seja um contrato típico no Código Civil, como pretendia a redação de seu anteprojeto, é tratado em algumas legislações esparsas, dentre as quais se destaca a Lei n. 4.595/64 (Lei do Sistema Financeiro), a título exemplificativo, nos artigos 4º, I, IX, XIV 'b', 7º, II 'c', XI e 19, I, d; IX; X; XI, b.

¹⁴⁴ Na prática financeira é comum usar a expressão inglesa *use of proceeds* para se referir a recursos que tenham destinação vinculada que, numa tradução livre significa *uso dos recursos*.

¹⁴⁵ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. Tomo XLII, Título XXVII, Capítulo 1, item 7. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/13412174/Tratado-de-Direito-Privado-Tomo42>>. Acesso: 07 jul. 2013.

constituiria pressuposto do negócio, e sua inobservância forma de inadimplemento obrigacional.

O mútuo de escopo foi vastamente tratado pela doutrina nacional e internacional¹⁴⁶ sendo dispensável, para o que se propõe o presente trabalho, aprofundar-se no tema.

Oportuno, todavia (e ainda que brevemente), investigar os motivos que justificam a existência de mútuos de escopo na prática financeira, ou seja, perquirir o porquê existe uma modalidade de mútuo que se caracteriza pela definição apriorística do destino dos recursos mutuados¹⁴⁷.

E, como se verificará, são vários os motivos que podem estabelecer essa vinculação dos recursos a determinados fins previamente fixados.

Destaca-se, de pronto, que, essa determinação pode ser imposta por lei ou outro instrumento normativo, como ocorre nos financiamentos vinculados, normalmente caracterizados por condições privilegiadas (como juros subsidiados ou prazos de carência ampliados), mas condicionados à destinação específica dos recursos captados.

Isso ocorre, por exemplo, nos financiamentos com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), tomados por intermédio do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e sobre os quais incidem as condições impostas pela Lei n. 8.036/90¹⁴⁸, entre elas a destinação dos recursos exclusivamente para aquisição da casa própria, ou seja, trata-se de um mútuo de escopo, no qual os recursos financiados ficam vinculados à construção ou aquisição de imóveis residenciais.

A determinação *a priori* da destinação dos recursos também pode decorrer de exigência do próprio mutuante, por exemplo, bancos e agências de fomento e desenvolvimento, afinal, nessas hipóteses, o financiamento se presta justamente a colaborar com a realização de investimentos em determinados segmentos ou setores. Nesse sentido, a destinação dos recursos fica vinculada a efetivação dessa colaboração, não podendo se desviar desse fim.

Em outras circunstâncias, a própria natureza do negócio celebrado ou das garantias a ele associadas podem impor uma destinação específica, por exemplo, nas hipóteses de

¹⁴⁶ A respeito dos estudos sobre mútuo de escopo, recomenda-se consulta à seguinte obra: CORDEIRO, Menezes. *Manual de Direito Bancário*. 2.ed. Lisboa Almedina: 2001. p. 584 e seguintes.

¹⁴⁷ A destinação vinculada é tema interessante se considerada a fungibilidade de alguns bens, por exemplo o dinheiro, que, por essência, não é carimbado. Assim, qual seria a efetividade da cláusula de destinação se, em alguns casos, torna-se impossível confirmar se os recursos tomados por meio do financiamento foram efetivamente destinados ao fim estipulado contratualmente. É verdade, contudo, que essa comprovação pode se dar, por exemplo, por meio de demonstrações contábeis, aptas a evidenciar fluxo de entrada e saída.

¹⁴⁸ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18036consol.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

financiamentos para aquisição de bens, em que os próprios bens costumam servir de garantia ao adimplemento do financiamento, sendo da essência do ajuste que os recursos mutuados se destinem única e exclusivamente à aquisição dos mesmos.

Como se vê, são várias as situações que justificam a utilização do mútuo de escopo nas práticas empresariais. Contudo, conforme adiantado, a despeito de ser amplamente reconhecido e utilizado, esse negócio jurídico não possui previsão legal e é regulado mediante contratos atípicos.

A esse respeito, convém lembrar que, se de um lado o Código Civil regula e esquematiza diversos contratos típicos, do outro ele admite e autoriza contratos atípicos, ao teor do que dispõe o seu artigo 425¹⁴⁹.

Esse dispositivo demonstra a opção legislativa em prestigiar o princípio da autonomia da vontade contratual, legitimando a criação de novos tipos contratuais por meio de regramento estipulado pelas partes.

Deste modo, embora os contratos atípicos ou inominados afastem-se dos modelos legais, por não serem disciplinados expressamente em tipos autônomos, são perfeitamente possíveis quando elaborados em observância às limitações impostas pelo próprio Código Civil, ou seja, quando não contrariem a lei e os princípios que regem o direito contratual¹⁵⁰.

Mas se o regime legal vigente admite a existência de contratos atípicos, poderia se questionar por que existem contratos típicos, ou ainda, qual seria a finalidade da tipicidade dos contratos?

E a resposta é relativamente simples.

A tipicidade do contrato e, conseqüentemente, sua classificação, tem função meramente instrumental, na medida em que serve para determinar a disciplina jurídica a ele aplicável¹⁵¹. Como verso da mesma moeda, o contrato atípico, embora juridicamente possível, traz consigo certo grau de incerteza na identificação desse regime.

¹⁴⁹ Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

¹⁵⁰ Princípio da Autonomia da Vontade, Princípio da Função Social do Contrato, Princípio da Força Obrigatória dos Contratos, Princípio da Boa-Fé Objetiva e Princípio da Relatividade dos Efeitos Contratuais.

¹⁵¹ Sabe-se que o sistema contratual brasileiro inspirou-se no direito romano, que se funda na lógica dedutivo-sistêmica, em que a tipificação é normalmente fruto de conceitos pré-estabelecidos, a partir da reunião de determinadas características do objeto, de forma isolada e abstrata, num sistema estático. Parte-se, portanto, de normas abstratas dentro de um sistema concebido como lógico, racional e unitário para encontrar soluções a questões particulares. Essa lógica explica o sistema de classificação dos contratos típicos no direito brasileiro. O aprofundamento desse e outros temas pode se dar na obra de Álvaro Villaça Azevedo. AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

Diante do exposto, pode-se concluir que o financiamento tem natureza jurídica de contrato atípico, ou seja, não possui regime jurídico próprio previsto em lei, e decorre da vontade das partes, da observância das regras e princípios contratuais aplicáveis.

Como consequência, o regramento dessa espécie de mútuo se constrói pela incidência das regras aplicáveis aos mútuos em geral, bem como das interpretações doutrinárias e jurisprudenciais que recaem sobre esse negócio jurídico ao longo dos tempos.

2.2. Financiamentos na modalidade *Project Finance*

2.2.1. *Project Finance* ou Financiamento de Projeto?

A expressão *project finance*, utilizada no título deste trabalho e repetida algumas vezes ao longo do mesmo, foi mantida na língua pátria inglesa em virtude da ampla e difundida utilização na prática empresarial nacional e internacional, sendo, portanto, elemento de identificação indispensável.

Contudo, considerando que a mesma encontra termo correspondente no idioma pátrio, não há razão para não proceder à sua tradução e compreender-lhe o alcance.

Traduzida, a expressão *Project Finance* corresponde a financiamento de projeto.

A esta altura, já compreendido o conceito de financiamento, como mútuo feneratício de escopo, pode-se definir financiamento de projeto como o mútuo feneratício em favor de um projeto. Tem-se, assim, o primeiro, mais amplo e genérico sentido de financiamento de projeto.

Ocorre que, para o fim deste trabalho, é preciso ir além desse sentido comum, isso porque, em princípio, todo e qualquer financiamento pode ser destinado a um projeto, em sentido amplo.

A fim de explicitar a ideia, tome-se como exemplo o financiamento imobiliário que, num determinado contexto, pode ser denominado financiamento de projeto mesmo sem o ser, afinal os recursos dele advindos serão utilizados para adquirir ou construir um imóvel. Assim, num sentido vulgar, pode-se dizer que esse financiamento imobiliário é um financiamento de projeto, qual seja, o projeto pessoal de um imóvel próprio.

Justamente em virtude disso, torna-se imprescindível estabelecer o sentido restrito da expressão financiamento de projeto, para dar-lhe o alcance que aqui se almeja.

Assim, todas as vezes que o termo financiamento de projeto for aqui utilizado, será grafado com letras iniciais maiúsculas e será considerado em sua acepção técnica, como tipo negocial dotado de características próprias.

Somente com essa distinção gráfica a expressão traduzida guardará identidade com a inglesa¹⁵², não para abranger, de forma genérica, todo e qualquer financiamento que, direta ou indiretamente, aproveite a um projeto, mas para designar exclusivamente o financiamento contratado com foco num específico projeto e em seus resultados, vale dizer, uma modalidade específica de financiamento contraposta ao financiamento convencional.

Em sua obra, José Virgílio Lopes Enei ressalta a distinção existente entre as expressões, asseverando que o *Project Finance*:

“(...) ao contrário do que pode sugerir sua interpretação literal, não se restringe ao financiamento, modalidade mútuo de escopo, que provém do mutuante, normalmente instituição financeira nacional ou estrangeira. Esse mútuo é, certamente, um dos componentes do financiamento de projetos, e talvez o mais característico, **mas está longe de representar a totalidade do fenômeno em estudo**”¹⁵³.
(sem grifos no original)

Assim, considerando o alerta relativo à nomenclatura adequada, passa-se à análise do instituto propriamente dito.

2.2.2. Financiamento de Projeto. Contextualização.

De forma bastante genérica, pode-se afirmar que a importância última de financiar projetos, seja na engenharia do *Project Finance* ou em modalidades convencionais, reside na necessidade de patrocinar o desenvolvimento econômico¹⁵⁴.

¹⁵² Importante justificar a necessidade de restringir o sentido da expressão traduzida, na medida em que não corresponde ao sentido da expressão original. Assim, o uso da expressão financiamento de projeto como sinônima de *Project Finance* ou *Project Financing*, sem nenhuma ressalva, não é tecnicamente correto.

¹⁵³ *Op.cit.* p. 26.

¹⁵⁴ Os estudos relativos à origem do Financiamento de Projeto ressaltam esta necessidade ao longo da história. Aliás, estes estudos apontam que os fundamentos dessa modalidade de financiamento tenham surgimento em 1229, na Inglaterra, quando a coroa britânica negociou um empréstimo com o Banco Frescobaldi para explorar minas de prata, tendo o mesmo sido pago exclusivamente com os resultados obtidos pela extração de prata. Cf. VINTER, Grahlan. *Project Finance: a legal guide*. 2.ed. London: Sweet & Maxwell, 1998. p. 15.

Os empresários¹⁵⁵, de modo geral, anseiam crescimento e obtenção de vantagens competitivas. Para tanto, independentemente das diversas atividades que os levam a esse objetivo, há a necessidade de contínuo mapeamento de oportunidades de investimentos, especialmente voltados à criação e desenvolvimento de produtos e serviços, alcance de novos mercados e ganho de eficiência.

Desse modo, identificadas oportunidades, feitas análises da viabilidade (econômica, financeira e jurídica) do projeto e confirmado seu alinhamento à visão estratégia do empresário, identificam-se projetos potencialmente promissores.

Todavia, um projeto, por mais promissor que possa parecer, pode deixar de ser perseguido pelo empresário em virtude de vários fatores considerados durante o processo decisório, podendo incluir, entre outros, o alto volume de recursos necessários à sua implementação, a ausência de fontes de recursos, fatores de riscos atrelados e vulnerabilidade nas taxas de retornos possíveis. Além disso, não se olvide que, em determinados casos, pode não haver interesse ou mesmo possibilidade de implementar isoladamente o projeto¹⁵⁶.

Diante disso, uma das soluções possíveis para que projetos migrem do plano estratégico e sejam desenvolvidos, explorados e executados, é a captação de recursos de terceiros.

Em regra, isso se dá diretamente por meio dos financiadores, em sua maior parte instituições financeiras, que farão a tradicional análise de crédito, baseados na capacidade de pagamento do tomador e nas garantias oferecidas¹⁵⁷.

Nesses casos, como contrapartida, o tomador se responsabiliza perante os financiadores pessoalmente, com todo seu patrimônio, inclusive bens e atividades não associados ao projeto. Esse é um financiamento convencional que, no contexto aqui explorado, pode ser chamado financiamento de projeto em sentido amplo, podendo os recursos ser vertidos a um ou mais projetos.

¹⁵⁵ Empresário compreendido em seu sentido amplo, para abranger o rol de pessoas naturais ou jurídicas que exerçam profissionalmente uma atividade econômica organizada para produção ou circulação de bens ou de serviços, nos termos do artigo 966 do Código Civil.

¹⁵⁶ Deve-se ter em mente que os recursos financeiros são limitados, ao passo que as oportunidades de investimento são ilimitadas. Nesse sentido, os planos de negócios dos empresários devem ser avaliados rigorosamente pelas instâncias decisórias a fim de selecionar apenas os projetos que se afigurem factíveis e ofereçam as combinações mais atrativas entre risco e retorno. Muitas vezes o empresário pode se interessar pelo projeto, mas o volume de recursos envolvido pode comprometer seus balanços pelo longo prazo de maturação do projeto, podendo imobilizar a atividade da companhia e até comprometer a manutenção de sua viabilidade.

¹⁵⁷ O capítulo 3 traz uma breve noção dos critérios levados em consideração numa análise de crédito.

Situação distinta é aquela em que o tomador não tem disposição ou mesmo capacidade financeira de assumir pessoalmente um financiamento convencional¹⁵⁸.

Nesse cenário, os empresários podem encontrar no *Project Finance* uma interessante opção de apoio financeiro, em razão da lógica econômico-financeira que sustenta essa modalidade de financiamento¹⁵⁹.

Uma das principais características do Financiamento de Projeto, como se demonstrará, é a captação de recursos de terceiros, baseada nos ganhos do próprio empreendimento.

Trata-se, assim, de uma modalidade especial de financiamento, na qual os agentes provedores de recursos levam em consideração a capacidade de autofinanciamento do projeto em si, vendo seu fluxo de caixa como fonte primária para atender o pagamento dívida e para oferecer o retorno sobre o capital investido.

Diante disso, parece haver consenso da comunidade financeira quanto à eficiência do Financiamento de Projeto como ferramenta capaz de viabilizar a captação de elevados recursos para implantação e desenvolvimento de projetos nos mais diversos setores da economia, especialmente projetos de grande porte, com demanda de altos investimentos, a exemplo dos segmentos de energia, petróleo, gás, petroquímica, transportes, terminais portuários, aeroportos, telecomunicações, saneamento e mineração.

Revela-se, assim, como um sistema adequado para empreendimentos cuja rentabilidade seja capaz de suportar o período de carência inicial do projeto e os altos custos da fase pré-operacional, além de garantir o retorno ao capital aplicado pelos investidores e patrocinadores.

Com isso, ressalta-se a contemporaneidade do tema diante do atual contexto vivido pelo país, com múltiplos e onerosos projetos em distintos setores da economia, especialmente em razão da Copa do Mundo de Futebol em 2014 e das Olimpíadas em 2016¹⁶⁰, como também em decorrência dos Programas de Aceleração do Crescimento (apelidados de PACs) lançados pelo governo federal nos últimos anos¹⁶¹.

¹⁵⁸ São várias as hipóteses que podem impedir o acesso ao mercado financeiro, que incluem, mas não se limitam, ao grau de endividamento, condições desfavoráveis nos financiamentos, existência de outros projetos que dividem importância no plano estratégico ou necessidade de fontes alternativas de financiamento.

¹⁵⁹ O Financiamento de Projeto é apenas uma das possibilidades em meio ao vasto conjunto de alternativas possíveis, tais como, capital próprio, emissão de títulos no mercado de valores mobiliários, securitização de recebíveis, entre outros. Ressalte-se que, o Financiamento de Projeto pode ser estruturado a partir de financiamentos de longo prazo conjugados com essas e outras fontes de captação.

Essa conjuntura exige fontes de crédito e financiamentos suficientes para os necessários investimentos nos mais diversos projetos, demonstrando, portanto, que tal modalidade de financiamento não é meramente acadêmica, concretizando-se no processo de desenvolvimento do Brasil, seja para atender necessidades de eventos episódicos, como os mencionados acima, seja para sustentar investimentos de longo prazo, que demandam uma contínua agenda econômica positiva.

Isso, por si só, justifica o estudo do instituto e de seus reflexos jurídicos.

A essa altura, e antes de prosseguir, convém fazer uma consideração importante relativamente à nomenclatura a ser empregada para fazer alusão à figura dos terceiros responsáveis pela concessão de financiamento no âmbito do Financiamento de Projeto.

É necessário atenção ao se referir genericamente a esses terceiros como financiadores do projeto, pois, como já mencionado, a captação de recursos de terceiros é uma das formas de viabilizar o projeto, mas não é a única. Logo, no *Project Finance* coexistem as figuras dos financiadores internos e externos, sendo necessária a correspondente distinção.

De um lado, os sócios da sociedade tomadora de recursos, na qualidade de patrocinadores¹⁶², também são considerados financiadores do projeto. Fala-se, portanto, em financiamento interno, pois provém da estrutura interna da sociedade.

O financiamento interno se dá com recursos advindos, primordialmente, das contribuições de capital dos sócios da sociedade constituída para implementar e explorar o projeto¹⁶³.

¹⁶⁰ A responsabilidade em sediar eventos dessa magnitude abarca muito mais do que simplesmente construir ou reformar espaços onde os jogos ou as competições irão ocorrer, não se restringindo, por exemplo, sobre os estádios, quadras ou ginásios. Deve haver um verdadeiro compromisso do país no sentido de viabilizá-los de forma adequada e segura, e isso envolve necessariamente melhorias em infraestrutura, áreas de mobilidade urbana, rede aeroportuária, hotelaria, saúde, saneamento, telecomunicações entre outras.

¹⁶¹ O governo federal brasileiro lançou, em 2007, o primeiro Programa de Aceleração do Crescimento, englobando um conjunto de políticas econômicas com o objetivo de acelerar o crescimento econômico e social do país. O PAC contemplou medidas para estimular crédito e financiamento, melhoria de marcos regulatórios e desoneração tributária, tendo como principal foco o investimento em infraestrutura. Ocorre que, passados mais de cinco anos desde o início do primeiro PAC e diante dos demais PACs que foram lançados pelo governo ao longo desse período, constata-se que seus objetivos, especialmente no que diz respeito à infraestrutura, ainda não foram amplamente alcançados. A relação de PACs está disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/pac>>. Acesso: 14 jun. 2012.

¹⁶² Patrocinadores, ou na língua inglesa, *sponsors*. O termo, largamente utilizado no vocabulário empresarial, serve para designar os empresários que tomam a iniciativa de desenvolver e explorar um projeto. Cf. ENEI, José Virgílio Lopes. *Op. cit.* p. 27.

Ressalte-se que, a estrutura de capital dessa sociedade não é tão relevante quanto nos financiamentos convencionais, podendo ter um capital simbólico, em razão do nível de alavancagem financeira¹⁶⁴.

Além dessa forma, é possível que, em razão de benefícios fiscais, cambiais ou de outra natureza, o financiamento interno decorra de empréstimos intragrupo, por meio dos quais os próprios sócios emprestam recursos à sociedade¹⁶⁵.

Em síntese, o financiamento interno pode advir da integralização de capital ou de empréstimos intragrupo e, como consequência, é incorreto afirmar que o financiamento interno se restringe à participação societária dos acionistas na sociedade patrocinadora do projeto, tratando-se de algo mais amplo, que pode abranger a participação (*equity*), mas também dívidas (*debt*).

Ao lado dessa modalidade de captação, encontra-se o financiamento externo, no qual os recursos provêm, necessariamente, de um terceiro estranho à estrutura da sociedade, normalmente instituições financeiras ou equiparadas, que a abastecem com os recursos necessários à implementação e exploração do projeto¹⁶⁶.

Constata-se, com isso, que o Financiamento de Projetos é alcançado por meio da contribuição de capital interno (sócios patrocinadores) e externo (terceiros) em prol da reunião de recursos suficientes ao sucesso de determinado projeto. Daí sua comum designação como instrumento de colaboração financeira¹⁶⁷.

¹⁶³ Importante esclarecer que no Financiamento de Projeto é necessário constituir uma sociedade de propósito específico (SPE) que concentrará todos os direitos e deveres relacionados à implantação e operação do projeto, tendo como sócios os empresários que desejam implementar o projeto, também chamados patrocinadores. Essa sociedade assumirá a qualidade de tomadora dos recursos perante terceiros. O estudo específico dessa sociedade será feito quando da análise dos traços característicos dessa modalidade de financiamento.

¹⁶⁴ O estudo da alavancagem financeira será realizado quando da análise dos traços característicos do Financiamento de Projeto.

¹⁶⁵ Esses empréstimos intragrupo, também conhecidos como mútuos *intercompany*, são subordinados em relação aos demais empréstimos tomados pela sociedade, de modo que os direitos de crédito de seus credores (sócios) são subordinados aos dos demais credores. Cf. WALD, Arnaldo. A empresa que financia outras do mesmo grupo não se caracteriza como instituição financeira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 141. 2006.

¹⁶⁶ O aprofundamento do financiamento externo como um dos traços característicos do *Project Finance* será realizado a seguir, demonstrando que, a despeito de ser o mútuo de escopo o instituto habitualmente mais utilizado como fonte de capital externo, o financiamento externo não está adstrito a ele.

¹⁶⁷ Importante conferir o estudo do professor Mauro Rodrigues Penteado a partir do qual é possível considerar que a estrutura de colaboração financeira, própria do *Project Finance*, é também obtida por meio do consórcio. PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Consórcios de empresas*. São Paulo: Biblioteca Pioneira de Direito Empresarial, 1979. p. 67-69.

A esse respeito, dispõe José Virgílio Lopes Enei que o *Project Finance* “(...) é aquele alcançado por meio de contribuição de capital por parte dos patrocinadores e acionistas e de um mútuo de escopo por parte dos financiadores externos”¹⁶⁸.

Como consequência dessa colaboração financeira, tanto os terceiros que concedem financiamento à sociedade, como seus próprios sócios, são considerados, genericamente, financiadores do projeto.

Assim, para distinguir a figura desses dois atores tão relevantes na estrutura de um *Project Finance*, zelou-se por adotar neste trabalho terminologia diversa para cada uma deles, evitando equívocos na identificação de um e outro.

Assim, o uso da expressão *financiadores externos* ou *agentes financeiros* refere-se exclusivamente aos terceiros provedores de recursos à sociedade patrocinadora.

Feito esse esclarecimento, pode-se contextualizar o Financiamento de Projeto como a técnica capaz de viabilizar a captação de recursos de forma colaborativa (capital interno e externo), sempre que um projeto não puder ser financiado diretamente pelo empresário ou pelo modelo de financiamento convencional, apresentando-se, assim, como uma atraente alternativa de captação de recursos.

Como se demonstrará, o Financiamento de Projeto abriga, a um só tempo, os objetivos dos patrocinadores do projeto, que poderão captar recursos de forma alavancada e com limitação de responsabilidade, bem como dos agentes financeiros, que encontram nos recursos e ativos do projeto sua fonte de pagamento e retorno.

Trata-se, assim, de instituto com relevante função socioeconômica, por viabilizar projetos que não seriam possíveis por meio de investimentos próprios ou financiamentos convencionais, proporcionando investimentos onde não há oferta de recursos, ou os otimizando onde já exista.

2.2.3. Financiamento de Projeto. Conceito.

Conforme definição do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)¹⁶⁹, o *Project Finance* “é uma forma de engenharia financeira suportada

¹⁶⁸ *Op. cit.* p. 54.

¹⁶⁹ O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, empresa pública federal, é hoje o principal veículo de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia, em uma política que inclui as dimensões social, regional e ambiental. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/?>>. Acesso: 19 jul. 2013.

contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto”¹⁷⁰.

O conceito revela a característica mais marcante do Financiamento de Projeto, consistente na colaboração financeira fundada nos ganhos econômicos e financeiros do próprio empreendimento, pelo conceito de fluxo de caixa.

Trata-se, como se viu, de uma modalidade peculiar de financiamento que leva em consideração a capacidade de autofinanciamento do projeto em si e não do tomador, como ocorre nos financiamentos convencionais.

Ressalte-se que, esse conceito reflete uma operação clássica ou pura de Financiamento de Projeto ou, no jargão de mercado, um *Project Finance non recourse*¹⁷¹.

Perceptível, igualmente, que o conceito acima se constrói sob o ponto de vista meramente econômico, aliás, como a maioria dos conceitos emanados dos doutrinadores que se propõem à tarefa de definir Financiamento de Projeto¹⁷².

Todavia, como o presente trabalho se funda em aspectos legais em torno do Financiamento de Projeto (especificamente sobre a possibilidade de controle pelos agentes financeiros sobre a sociedade financiada), não é possível se satisfazer integralmente com tal conceito.

Ademais, como se demonstrará, os aspectos legais são alguns dos componentes mais importantes na estrutura de um Financiamento de Projeto, especialmente pela quantidade de agentes envolvidos, pelo excesso de contratos celebrados e pela complexidade das obrigações assumidas, sendo de fundamental importância a compreensão do fenômeno a partir do viés jurídico.

¹⁷⁰ Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/index.html>. Acesso: 19 jul. 2013.

¹⁷¹ *Project Finance non recourse* caracteriza-se por não possuir garantias, sendo que os financiadores externos contam apenas com os ativos do próprio projeto e a qualidade do fluxo de caixa como meio de assegurar a quitação do financiamento. Ao lado dessa modalidade existem os *limited recourse* e os *full recourse*, que serão detalhados oportunamente.

¹⁷² A título ilustrativo, conferir as seguintes definições. “*Project Finance* é uma técnica de financiamento baseada na captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual provedores de recursos vêem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço da dívida e fornecer retorno sobre o capital investido no projeto” (FINNERTY, John D. ‘*Project finance*’: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Quality Editora, 1996); “*Project Finance* deve ser entendido como o mecanismo que permite que o desenvolvimento de um projeto ocorra mediante a obtenção de um financiamento especialmente contratado, que será amortizado com a receita gerada pelo próprio projeto, segregando-se os riscos inerentes a exploração daquela atividade (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de Direito Societário*. 3. ed. São Paulo: Revovar. 2001. p. 139).

Nesse particular, vale trazer à baila a visão do advogado e mestre em Direito Comercial, José Virgílio Lopes Enei, que tem a preocupação de segregar a definição sob a perspectiva econômica e jurídica.

Para ele, do ponto de vista econômico, o Financiamento de Projeto:

“é uma técnica de colaboração financeira por meio da qual, de um lado, o empreendedor pode captar recursos para viabilizar um projeto sem expor o seu patrimônio total e balanço, ou expondo-os em menor grau, ao endividamento oriundo do financiamento, e de outro, o financiador externo pode conceder um empréstimo vinculado à exploração de certo projeto, satisfazendo-se essencialmente com a capacidade de geração de receitas, e ativos alocados ao projeto, como fontes primárias de pagamento”¹⁷³.

Esse conceito, assim como aquele emanado do BNDES e apresentado pela maioria da doutrina especializada, realça o elemento basilar caracterizador de uma operação clássica de Financiamento de Projeto, sobre o qual os autores são unânimes: a subordinação entre o fluxo de caixa do projeto e o serviço da dívida.

Prosseguindo na tarefa de definir Financiamento de Projeto, desta vez sob a perspectiva jurídica, José Virgílio Lopes Enei reconhece que:

“trata-se de uma rede de contratos coligados, que alocando riscos às diversas partes envolvidas, visa a permitir que o empresário-patrocinador ou sociedade por ele constituída, capte recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores, de forma exclusiva ou preponderante, as receitas e bens do próprio empreendimento financiado”¹⁷⁴.

Sob esse ponto de vista, o Financiamento de Projeto ganha uma roupagem jurídica, representada pelos contratos que serão celebrados pela sociedade patrocinadora com os mais diversos agentes envolvidos no projeto¹⁷⁵.

¹⁷³ *Op. cit.* p. 38.

¹⁷⁴ *Op. cit.* p. 38.

¹⁷⁵ São muitos os agentes envolvidos numa operação de Financiamento de Projeto, como a própria SPE (centro de imputação de todos os direitos e deveres relacionados ao projeto); seus sócios (normalmente sociedades); fornecedores de equipamentos, serviços e insumos; compradores da produção; empreiteiros; engenheiros independentes; consultores ambientais e de seguros; assessores legais e financeiros; financiadores externos; Estado, enquanto poder concedente ou ente regulador, entre outros.

Desse modo, todas as relações travadas serão formalizadas mediante instrumentos jurídicos que, em conjunto, formarão uma ampla rede de contratos em prol do projeto.

Por todo o exposto, e pela leitura conjugada dos conceitos, cada qual sob sua perspectiva, é possível identificar a existência de quatro traços que caracterizam o Financiamento de Projeto: a segregação do empreendimento, a alavancagem financeira, o financiamento externo e a rede de contratos.

A perfeita compreensão do Financiamento de Projetos, portanto, somente será possível se compreendidos, também, cada um desses traços.

2.2.4. Traços característicos do Financiamento de Projeto

Os traços característicos do Financiamento de Projeto, acima apontados e a seguir explicitados, estão conectados por uma finalidade comum: a captação de recursos necessários à implantação, desenvolvimento e exploração de um projeto.

A *segregação do empreendimento* se concretiza por meio da estrutura societária adotada pelo tomador dos recursos.

No Financiamento de Projeto os empresários (sejam pessoas físicas ou jurídicas¹⁷⁶) visualizam a oportunidade de, ao invés de admitir que todo seu patrimônio responda por um financiamento, limitar sua responsabilidade e de seus sócios. Isso costuma se efetivar por meio da criação de uma sociedade capaz de proporcionar uma blindagem patrimonial¹⁷⁷, respondendo exclusivamente aos riscos próprios do projeto idealizado¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Embora os sócios possam ser pessoas naturais ou jurídicas, é comum que sejam sociedades, figurando a SPE como subsidiária integral, e aquelas detentoras das ações representativas de seu capital social.

¹⁷⁷ A atual configuração do *Project Finance* está intimamente ligada ao processo de limitação de responsabilidade, que foi iniciado nos primórdios do direito civil e encontra diversos paralelos na evolução da história do direito empresarial. A esse respeito conferir os estudos promovidos por José Virgílio Lopes Enei, nos quais expõe e compila institutos, especialmente societários, que julga representarem uma versão embrionária do Financiamento de Projetos. O autor traça um paralelo e compara o Financiamento de Projetos com a sociedade em conta de participação, sociedade em comandita simples, sociedade de capital e indústria, sociedade anônima, empresa plurissocietária, contrato de colaboração empresarial, consórcio, *joint venture*, seguro e câmbio marítimo e, por fim e de modo mais profundo, à parceria público-privada. *Op. Cit.* p. 70-86 e 397-414.

¹⁷⁸ Vale dizer que, as estruturas societárias adotadas para blindar patrimonialmente a sociedade não a torna imune à aplicação da Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica, sempre que se verifique a ocorrência de quaisquer dos suportes fáticos que ensejam sua aplicação, a saber: desvio de finalidade, confusão patrimonial, subcapitalização, dissolução irregular ou fraude. Isso ocorre porque, a personalidade jurídica e a limitação da responsabilidade não têm valor absoluto em si, existindo apenas para possibilitar aos particulares o atingimento dos objetivos considerados legítimos pela ordem jurídica, no caso das sociedades, por exemplo, a reunião de recursos e esforços para a exploração de uma atividade econômica. Se, por qualquer razão, os particulares extrapolam os limites daquilo que se entende como uma utilização legítima da pessoa jurídica, o próprio ordenamento jurídico possui os meios necessários para reprimir o seu uso

Para que tal ocorra, a sociedade constituída para implementar e explorar o projeto deverá adotar um tipo societário¹⁷⁹ capaz de permitir tal blindagem, a exemplo da sociedade anônima e da sociedade limitada, isso porque, em ambas, a responsabilidade dos sócios é limitada, naquela ao capital social¹⁸⁰, e nesta, ao capital subscrito e integralizado¹⁸¹.

Como anunciado no início deste trabalho, considerando que a análise se circunscreverá à estrutura do poder de controle no campo das sociedades por ações, toda e qualquer menção aqui feita à sociedade criada no âmbito do Financiamento de Projeto, parte dessa premissa, referindo-se, portanto, à sociedade constituída sob a forma de sociedade anônima.

Convém mencionar que, a despeito da possibilidade de adoção de qualquer modelo societário personalizado com limitação de responsabilidade¹⁸², é praticamente impossível encontrar um Financiamento de Projeto no qual tenha sido adotado outro tipo societário diferente da sociedade anônima, notadamente sob a forma de subsidiária integral¹⁸³, em complexos grupos societários¹⁸⁴, potencializando ainda mais a limitação de responsabilidade da sociedade patrocinadora bem como de seus acionistas¹⁸⁵.

disfuncional (Artigo 50 do Código Civil), tal qual um organismo possui ou cria os anticorpos necessários para combater um vírus que põe em risco a sua saúde do ser vivo. Aprofundando o assunto, a doutrina de Fábio Ulhoa Coelho COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8.ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v.2. p. 35 e seguintes.

¹⁷⁹ Somente tipos societários personificados, estando excluídas a sociedade em comum (Artigo 986, do Código Civil) e a sociedade em conta de participação (Artigo 991, *caput*, do Código Civil).

¹⁸⁰ Artigo 1052 do Código Civil.

¹⁸¹ Artigo 1º da Lei das S.A.

¹⁸² Importante mencionar que a limitação de responsabilidade via societária pode ser conjugada com o uso de outros mecanismos jurídicos, embora o estudo dos mesmos não seja objeto deste trabalho. Para aprofundamento, sugere-se a leitura da obra de José Virgílio Lopes Enei, especialmente por tratar da limitação de responsabilidade por meio de instrumentos como seguros, derivativos, *trusts*, fundos de investimento, negócios fiduciários, patrimônio de afetação e estruturas contratuais. *Op. Cit.* p. 154-161 e 179-180.

¹⁸³ A subsidiária integral está prevista no artigo 251 da Lei das S.A. Na subsidiária integral, a sociedade patrocinadora deterá a totalidade das ações representativas de seu capital social, sendo sua única acionista, exceto se constituída por um consórcio de patrocinadores (o que é mais comum), hipótese em que todos eles serão acionistas.

¹⁸⁴ A despeito de ter sido considerada um fenômeno anômalo nos primórdios da evolução das sociedades anônimas (Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 102-107), atualmente a participação de uma sociedade no capital de outra é perfeitamente possível, viabilizando o surgimento de enormes e complexos grupos societários. E, embora os motivos iniciais para defender sua existência tenham se concentrado na sinergia de escala, esse modelo acabou se revelando ideal para propiciar grau maior de limitação de responsabilidade em comparação aquele já propiciado pelas sociedades anônimas e de responsabilidade limitada.

¹⁸⁵ A utilização de sociedades subsidiárias integrais resulta num grau de limitação de responsabilidade ainda maior, pois cada sociedade pertencente ao grupo societário mantém seu negócio particular com um nível de limitação de responsabilidade, de modo que eventuais perdas de uma sociedade não contaminam os

A referida sociedade, por ser destinada exclusivamente ao desenvolvimento, implantação e execução do empreendimento, é conhecida na prática empresarial como *sociedade de propósito específico* ou simplesmente *SPE*¹⁸⁶.

Como a SPE, em si, não possui personalidade jurídica, será regida pelas normas que se referem ao tipo societário escolhido, assim, por exemplo, caso se constitua como uma sociedade por ações será regulada pela Lei Societária¹⁸⁷.

Uma vez constituída, a SPE concentrará todos os direitos e deveres assumidos no âmbito do Financiamento de Projetos, sendo contraparte de todos os contratos celebrados. Assim, portanto, a concessão do financiamento externo se dará diretamente nessa SPE e os recursos serão obrigatoriamente canalizados para o cumprimento de seu objeto social, qual seja, o projeto específico.

Efetiva-se assim uma blindagem capaz de proteger o projeto dos riscos decorrentes das demais atividades dos acionistas patrocinadores, ao mesmo tempo em que protege outras atividades e ativos desses acionistas dos riscos do projeto¹⁸⁸, constituindo barreiras à responsabilidade em todas as direções¹⁸⁹.

Trata-se, assim, de instrumento de grande conveniência e utilidade aos empresários, sendo que alguns autores, a exemplo de José Virgílio Lopes Enei, reconhecem que esta estrutura societária, conjuntamente à rede contratual do Financiamento de Projeto, conferem a esta modalidade de financiamento a qualidade de “instrumento mais atual e

resultados das demais sociedades do grupo, tampouco, o patrimônio dos respectivos acionistas. Há, nesse contexto, verdadeira potencialização na limitação de responsabilidade, uma vez que ocorrerá não só em favor do patrimônio pessoal dos acionistas, mas também em favor dos diversos negócios reciprocamente considerados. ENEI, José Virgílio Lopes. *Op. Cit.* p. 157.

¹⁸⁶ A primeira referência formal às sociedades de propósito específico no Brasil se deu pela Lei n. 11.079/04 (Lei das Parcerias Público- Privadas), constituindo-se como uma exigência prévia para a celebração de contratos de parceria com o poder público.

¹⁸⁷ Isso é muito relevante no tocante ao regime de responsabilidade dos acionistas, que se submetem a regimentos distintos, conforme se trate de problemas de organização interna e de responsabilidade externa, pois as soluções são diferenciadas. Naqueles, aplicam-se as normas de conflito de interesses e de responsabilidade perante a sociedade e acionistas; nesta, as regras de desconsideração da personalidade jurídica. Para entendimento do tema, julga-se imprescindível a leitura das considerações sobre confusão patrimonial e responsabilidade *externa corporis* promovidas na obra de Fábio Konder Comparato. *Op. cit.* 5.ed. p. 433-510.

¹⁸⁸ Evidente que aqui se procurou fazer uma análise da blindagem sob o ponto de vista de proteção do projeto. Contudo, há que se mencionar que o projeto gera diversos riscos (como riscos ambientais, trabalhistas, de crédito, entre outros) que poderiam contaminar os acionistas patrocinadores de forma definitiva. Nesse sentido, realça-se a importância dessa blindagem nos dois sentidos: de proteger o projeto e seus agentes, assim como os acionistas patrocinadores em suas demais atividades e até mesmo em seu patrimônio pessoal.

¹⁸⁹ GUIMARÃES, Leonardo. A SPE – Sociedade de propósito específico. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. n. 125. 2002.

evoluído de limitação de responsabilidade do empresário em certos tipos de empreendimentos”¹⁹⁰.

Como decorrência lógica dessa limitação de responsabilidade, elenca-se como um dos traços característicos do *Project Finance* a segregação do projeto¹⁹¹.

Na visão dos patrocinadores, a SPE segrega ao limitar sua responsabilidade pessoal perante o projeto e ao blindar outras atividades por eles exercidas; na visão dos agentes financeiros, segrega ao isolar o projeto das demais atividades (e consequentes riscos) desenvolvidas pelos patrocinadores.

Outra característica do Financiamento de Projeto é a *alavancagem financeira*, entendida como mecanismo capaz de aumentar as taxas de retorno esperadas em relação a determinado investimento realizado, em razão do uso de capital de terceiro.

A alavancagem financeira, portanto, viabiliza que determinado agente consiga um retorno maior ao promover investimentos com capital próprio somado ao capital de terceiro, do que se realizar exatamente o mesmo volume de investimentos apenas com seu capital¹⁹².

Como se vê, o conceito de alavancagem financeira obedece à lógica das exatas, nem sempre alcançada pelos estudiosos das ciências humanas, a exemplo dos juristas. Diante disso, a fim de aclarar o referido conceito, segue exemplo extraído da obra de José Virgílio Lopes Enei:

“certo projeto explorado por uma sociedade qualquer é capaz de produzir um lucro correspondente a 20% ao ano dos recursos nela investidos. O retorno do projeto, antes de distribuição de lucros e pagamento de juros, independe da origem dos recursos nele aplicados, ou seja, independe do fato de os recursos provirem de capital próprio dos acionistas ou de terceiros mutuantes. Se o

¹⁹⁰ Para o autor, isso decorre da combinação de instrumentos societários e contratuais, capaz de propiciar um grau de limitação de responsabilidade sem precedentes. *Op. cit.* p. 164-165.

¹⁹¹ Em regra, porque a depender da modelagem do Financiamento do Projeto, poderá haver expressa disposição contratual em sentido contrário. Assim, por exemplo, os patrocinadores do projeto podem ficar, ainda que por um período de tempo determinado, responsáveis por parte da dívida do projeto, além do valor já aportado no projeto (via integralização de capital ou empréstimos intragrupo), a exemplo dos compromissos de reforço financeiro assumidos pelos acionistas, os quais podem ser exigidos ao longo do projeto.

¹⁹² Os financiadores externos aceitam a estrutura alavancada (admitindo que as taxas apropriadas pelos patrocinadores sejam maiores que as originalmente possíveis para um investimento exclusivo) porque também se beneficiam, já que não aportam a totalidade dos recursos, mas apropriam a taxa sobre o retorno total do projeto. Há, de fato, uma rentabilidade bastante superior por unidade investida. Além disso, não se pode esquecer das atrativas taxas de juros aplicadas nessas operações, justificadas em razão do excesso de riscos assumidos.

acionista optar por desembolsar, via integralização de capital na sociedade, a integralidade dos recursos necessários ao projeto, digamos, um milhão de reais, seu retorno será de duzentos mil reais, ou seja, 20% dos recursos investidos. Por outro lado, se o acionista optar por desembolsar apenas 30% dos recursos necessários ao projeto (R\$ 300.000,00) e tomar em empréstimo o restante (R\$ 700.000,00), a uma taxa de juros de 10% ao ano, por exemplo, seu rendimento líquido será de R\$ 130.000,00 (os mesmos R\$ 200.000,00 menos os juros devidos de R\$ 70.000,00). Quando comparados ao investimento de R\$ 300.000,00, o rendimento de R\$ 130.000,00 corresponderá a um retorno de 43,33% (em vez de 20%) sobre o capital investido¹⁹³.”

A partir do exemplo evidencia-se com descomunal simplicidade a lógica da alavancagem financeira, já que mesmo com um investimento menor é possível *alavancar* os rendimentos em razão da colaboração financeira advinda de terceiros.

A alavancagem financeira é uma característica inerente ao Financiamento de Projetos, uma vez que esse se compõe, como já visto, de recursos advindos de financiamento interno e externo. Por esse motivo, os patrocinadores sempre conseguem alavancar seus investimentos, aumentando suas taxas de retorno esperadas.

Normalmente o financiamento interno (capital integralizado ou mútuo intragrupo) gira em torno de 20 a 30 por cento do montante dos recursos necessários ao projeto, de modo que o restante dos recursos deriva de financiamento externo. Logo, a relação de alavancagem financeira num Financiamento de Projeto, em regra, gira em torno de 80 a 70 por cento.

Essa percentagem é meramente indicativa e corresponde ao que se pode aferir dos Financiamentos de Projeto recentemente estruturados no país.

Reconhece-se, contudo, que a participação dos patrocinadores poderá ser tão pequena quanto seja aceita pelos financiadores externos, sendo que essa relação deve se fundar numa colaboração interna suficiente para desincentivá-los a abandonar o empreendimento ao menor sinal de dificuldade¹⁹⁴.

O terceiro critério marcante do Financiamento de Projeto diz respeito à existência de *financiamento externo*, ou seja, receitas de terceiros que, somadas às receitas internas, compõem a totalidade de recursos necessários ao financiamento do projeto.

¹⁹³ *Op. Cit.* p. 18. Nota de rodapé 34.

¹⁹⁴ Afinal, sem exposição patrimonial relevante, os acionistas patrocinadores poderiam ser levados a abandonar o projeto a qualquer sinal de dificuldades. Cf. ENEI, José Virgílio Lopes. *Op. Cit.* p. 165.

A despeito de o mútuo ser o instituto habitualmente mais utilizado, o financiamento externo não está adstrito a ele, sendo que a captação externa admite várias combinações, podendo ocorrer, por exemplo, mediante operações de cessão ou securitização de direitos creditórios¹⁹⁵ ou da emissão de valores mobiliários no mercado de capitais, por exemplo, outorgando direitos de crédito aos seus titulares, como no caso de emissão de debêntures¹⁹⁶⁻¹⁹⁷, notas promissórias comerciais¹⁹⁸ ou cotas de fundos de investimentos.

Outra variante do financiamento externo está na possibilidade de substituir os recursos propriamente ditos por bens que sejam úteis ao projeto, de modo que um agente externo possa financiá-lo indiretamente, isto é, não exatamente pela entrega de recursos financeiros, mas de equipamentos e maquinários necessários à construção ou exploração do projeto, por exemplo, por meio de estruturas como o arrendamento mercantil com opção de compra, no qual o credor mantém a propriedade dos bens até que o devedor pague o valor devido para sua aquisição. Trata-se, como se vê, de um financiamento externo indireto.

Os financiamentos externos normalmente são providos por instituições financeiras sendo comum que, em razão dos altos volumes envolvidos e do elevado de risco assumido, haja a reunião de agentes financeiros em operações sindicalizadas, sob a liderança de um deles, na qualidade de líder¹⁹⁹.

¹⁹⁵ Nas palavras de Ilene Patrícia Noronha Najjarian “A securitização consiste na possibilidade de captação de recursos pela empresa originadora, por meio de um contrato de cessão de crédito, de seus recebíveis-lastro a uma sociedade de propósito específico, ou para um Fundo de Recebíveis em Direitos Creditórios (FIDC), ou para qualquer outro veículo securitizador, que os utilizará como lastro (garantia-base subjacente) para a emissão de valores mobiliários”. Por esta definição, percebe-se que a principal vantagem da securitização, consiste na possibilidade de transformar fluxo de recebíveis de médio e longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas captações financeiras (funcionando como verdadeira antecipação de recebíveis), ao que a autora definiu como “um ciclo virtuoso de autofinanciamento para a sociedade originadora dos ativos”. NAJJARIAN, Ilene Patrícia Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 76.

¹⁹⁶ Notadamente as debêntures de infraestrutura, criadas pela Lei n. 12.431/11 com o objetivo de fomentar o desenvolvimento de alternativas de *funding* privado para projetos de infraestrutura de longo prazo considerados prioritários ao Governo Federal. Essas debêntures, também chamadas de debêntures incentivadas, têm como principal característica o tratamento tributário favorecido aos seus adquirentes, a fim de aumentar a demanda e, conseqüentemente, o volume de captação de recursos por meio delas. A regulamentação dessas debêntures está na Lei n. 12.715/12, regulando especialmente quais os projetos que podem emitir essas debêntures, bem como as penalidades incidentes pela indevida destinação dos recursos captados por meio de sua emissão.

¹⁹⁷ O mútuo debenturístico pode se concretizar por meio de debêntures conversíveis em ações, hipótese em que o cumprimento da obrigação assumida pode se dar com o efetivo pagamento da dívida (resgate da debênture), ou com a entrega das ações ao credor debenturístico como forma de pagamento, convertendo-o de credor financiador (*debt holder*) para acionista (*equity holder*).

¹⁹⁸ Também conhecidas como *commercial papers*, possuem natureza e finalidades muito semelhantes às debêntures, distinguindo-se daquelas, sobretudo, pelos prazos mais curtos.

Não se deve deixar de mencionar a possibilidade de participação do Estado na qualidade de provedor de recursos, como frequentemente ocorre nos projetos de grande porte, especialmente naqueles que envolvam serviços públicos concedidos ou setores regulados. Essa participação pode ocorrer por meio de bancos de desenvolvimento, como é o caso do BNDES²⁰⁰, ou por intermédio de empresas estatais, a exemplo do Banco do Brasil S.A. e da Caixa Econômica Federal²⁰¹.

Um dos diferenciais do financiamento externo no seio do *Project Finance* reside na análise de crédito realizada pelos agentes financeiros, já que a SPE não possui histórico de crédito para que baseiem sua decisão, diferentemente do que ocorre nos financiamentos tradicionais.

Como já abordado, na versão clássica ou *non recourse*, a decisão dos financiadores externos se funda, preponderantemente, nas perspectivas de sucesso do projeto, ou seja, em sua capacidade de gerar lucros e receitas suficientes para iniciar e manter a operação e, assim, adimplir o financiamento.

Obviamente essa perspectiva tende a variar conforme a natureza do projeto almejado, bem como em função dos riscos atrelados, isso porque existem financiamentos voltados à construção e desenvolvimento de projetos que partem do zero, sem se beneficiar de nenhuma atividade empresarial preexistente, chamados *greenfield project* no jargão de mercado²⁰²; ao lado dos quais existem projetos destinados à ampliação, reforma ou simples manutenção de um empreendimento já existente.

Consideradas ambas as possibilidades, certamente a segunda estrutura se mostra mais confortável aos agentes financeiros, pois o empreendimento já possui um fluxo de

¹⁹⁹ A relação entre esses agentes é regulada por meio de um contrato entre credores (*intercreditor agreement*) que, dentre outras coisas, trata de dois importantes assuntos: (i) compartilhamento de garantias, assegurando que, em caso de execução, cada credor receba o correspondente à proporção de seu crédito; e (ii) quoruns de votação para as matérias relevantes que envolvam o financiamento e o projeto, tais como, vencimento antecipado, prazos de carência, questões socioambientais entre outras.

²⁰⁰ Muito comum que parte do financiamento de longo prazo seja concedido diretamente pelo BNDES, e indiretamente, mediante repasse de recursos do BNDES por instituições financeiras, na qualidade de repassadores.

²⁰¹ O Banco do Brasil é uma sociedade de economia mista, portanto, seu capital é misto (público e privado). Já a Caixa Econômica Federal é uma empresa pública, portanto, seu capital é exclusivamente público. Vale lembrar que esses bancos, ainda que sejam empresas estatais, podem figurar como repassadores de recursos do BNDES ao lado de instituições financeiras privadas.

²⁰² Em tradução livre a expressão representa *campo verde*. No contexto do *Project Finance* diz respeito a um projeto num local que nunca tenha sido explorado, ou seja, um local/projeto novo ou ‘verde’ (num sentido de não maduro).

recebíveis oriundo da exploração vigente, viabilizando uma maior previsibilidade quanto ao resultado que se pode esperar após a ampliação, reforma ou manutenção. Obviamente, esse cenário traz menor risco aos financiadores externos²⁰³.

Já no caso de financiamentos a projetos *greenfield*, em que a expectativa para início da operação, e conseqüentemente para entrada de fluxos e início de pagamento da dívida, depende da evolução e conclusão das obras, o risco é significativamente maior.

Tanto num caso como no outro, a análise dos agentes financeiros se volta para a capacidade de pagamento do próprio projeto e não da sociedade que o patrocina ou de seus acionistas. Logo, o sucesso do projeto, representado por sua capacidade de gerar receitas, significa também o sucesso do financiamento, uma vez que parte dessas receitas verterá ao pagamento da dívida.

Pelo exposto, e fazendo uma correlação com a limitação de responsabilidade obtida pela estrutura societária da SPE, pode-se afirmar que os agentes financeiros acabam assumindo parcela predominante dos riscos totais do projeto.

Embora não se almeje maior aprofundamento, apenas com vistas a dar uma ideia de sua dimensão (e assim também do nível de exposição dos financiadores externos), podem ser citados como principais riscos do projeto os riscos de construção²⁰⁴, riscos de operação²⁰⁵, riscos de suprimento ou de matéria-prima²⁰⁶, riscos de mercado²⁰⁷, riscos políticos²⁰⁸, risco cambial²⁰⁹ e ainda a ocorrência de eventos de caso fortuito e de força maior²¹⁰.

²⁰³ Do ponto de vista do financiador externo, embora nesse contexto seus riscos sejam mitigados em função do histórico de créditos do referido projeto, há uma questão de fundo determinante para sua participação nesses financiamentos, consistentes na taxa de juros que conseguirá aplicar, a qual naturalmente será bastante inferior àquelas aplicadas em projetos *greenfield*. A máxima 'quanto maior o risco, maior o lucro' sempre será considerada na decisão de conceder ou não determinado financiamento.

²⁰⁴ Atraso ou não conclusão das obras, em razão de abandono, custos superiores aos previstos inicialmente ou pela performance frustrada.

²⁰⁵ Redução da produção ou do nível operacional, revisão ou reajuste de preços (por exemplo, de tarifas ou insumos), aumento dos custos administrativos, performance frustrada ou gastos inesperados.

²⁰⁶ Indisponibilidade, custos, preço ou qualidade.

²⁰⁷ Problemas na economia interna ou externa, flutuação da demanda, preços (inflação) e moeda.

²⁰⁸ Riscos associados a ações ou omissões do Poder Público. Aqui estão incluídos os riscos desapropriação, encampação e aqueles decorrentes de atos de império; os riscos de quebra de contrato por parte do Poder Público e os riscos institucionais (Poder Judiciário, riscos normativos e regulatórios).

²⁰⁹ Considerando que podem existir investimentos originários de financiadores internacionais (patrocinadores ou agentes financeiros), o risco cambial sempre existirá.

²¹⁰ Em que pese toda engenharia contratual e cuidado na alocação dos riscos, haverá sempre o risco do imponderável, vale dizer, de caso fortuito (eventos totalmente imprevisíveis) ou de força maior (eventos previsíveis, mas inevitáveis). Cf. TARTUCE, Flávio. *Manual de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, São Paulo. 2011. p 556.

Considerando uma versão clássica de Financiamento de Projeto e tendo em vista as observações quanto à natureza e os riscos envolvidos, realizadas acima, caso se verifique um cenário no qual o projeto não se implemente, ou se implemente apenas parcialmente, o financiador externo certamente amargará o inadimplemento da dívida.

Essa realidade, inerente aos Financiamentos de Projeto, justifica o último e relevante traço característico, revelado na necessidade do financiador externo de mitigar, na medida do possível, os fatores de risco do projeto e assegurar o pagamento da dívida perante ele assumida.

Essa mitigação se dá, entre outras formas, pela alocação contratual dos riscos nos diversos agentes envolvidos no projeto, ou seja, pela inclusão de cláusulas que enderecem os riscos aos agentes que melhor possam suportá-los.

Contudo, antes de entrar na análise desse quarto elemento propriamente dito, convém mencionar que ao lado da versão clássica ou *non recourse* de um Financiamento de Projeto, existem duas outras versões, chamadas *limited recourse* e *full recourse*.

Essa referência é fundamental, pois a depender da versão adotada o nível de mitigação de riscos acaba variando, o que explica a existência de estruturas mais ou menos robustas no tocante aos instrumentos mitigatórios.

Quanto à primeira delas, também conhecida como Financiamento de Projeto com garantia limitada, os financiadores externos contam com certas garantias oferecidas pela sociedade patrocinadora e/ou por seus acionistas, não estando seu risco de crédito adstrito ao fluxo de caixa do projeto. Ademais, nessa estrutura admite-se o uso de instrumentos de atenuação dos riscos.

Os instrumentos que garantem o crédito acabam se misturando com aqueles voltados à mitigação de riscos e, em certa medida, complementam-se, funcionando como um grande sistema de mecanismos protetivos.

Esse sistema é normalmente chamado de pacote de garantias e costuma incluir *hipoteca* ou *alienação fiduciária em garantia* sobre o imóvel no qual será erigido o estabelecimento industrial e instalados seus maquinários²¹¹; *penhor* ou *alienação fiduciária* sobre os ativos do projeto e sobre as ações da sociedade patrocinadora; *cessão fiduciária*

²¹¹ Por força dos artigos 79 e 82 do Código Civil, as construções e equipamentos que sejam afixados ao terreno e cuja remoção implique alteração da substância ou da destinação econômico-social são considerados imóveis. Nesse sentido, a hipoteca e/ou a alienação fiduciária em garantia recairá sobre esse conjunto de bens. Por exemplo, se incidir sobre o terreno de uma usina termelétrica acaba abarcando as respectivas caldeiras nele instaladas.

dos direitos decorrentes do projeto²¹²⁻²¹³; *anticrese* sobre o imóvel, assegurando eventual direito de retenção e compensação com os frutos dele advindos; *contratação de seguros*²¹⁴; *fiança* prestada diretamente pelos patrocinadores ou por terceiros (notadamente fianças bancárias) e ainda *compromissos de subscrição e integralização de capital* assumidos pelos acionistas da SPE diante de determinados eventos²¹⁵.

Ao lado dessas *garantias*, existem outras, não tipificadas na ordenação²¹⁶ jurídica brasileira, mas amplamente utilizadas nas operações de Financiamento de Projeto estruturadas em solo nacional.

Entre essas garantias atípicas podem ser citadas, em rol exemplificativo, a cessão condicional de contratos do projeto²¹⁷, o penhor gradativo²¹⁸, os *covenants*, os *step-in rights*, o usufruto condicional de ações e as ações de classe especial (*golden shares*)²¹⁹.

²¹² Aqui costumam estar incluídos os direitos emergentes da concessão de que a SPE é titular, os direitos creditórios oriundos da exploração do projeto, os direitos creditórios decorrentes de aportes de capital pelos acionistas na SPE, entre outros. Vale lembrar que historicamente utilizava-se o penhor de recebíveis, fundando-se no artigo 1451 e seguintes do Código Civil, contudo, mais recentemente, especialmente após a introdução do artigo 28-A na Lei n. 8.987/95, a cessão fiduciária passou a ser o instituto adotado.

²¹³ É possível (e comum) a cessão fiduciária de direitos futuros, a exemplo dos créditos ainda não configurados, mas já previstos em razão de vendas ou promessas de vendas pela SPE (recebíveis futuros). A cessão fiduciária é uma modalidade de garantia em que o devedor-cedente transfere ao credor-cessionário a titularidade de recebíveis, até a liquidação da dívida, de forma que esse passa a receber os créditos cedidos diretamente dos devedores do cedente que, depois de deduzidas as despesas de cobrança (e eventualmente de administração), creditam o produto da operação para o devedor-cedente. Nesse caso, é comum que o instrumento contratual mencione que a garantia reputar-se-á perfeita tão logo os mesmos passem a existir, independentemente da assinatura de outro documento ou da prática de qualquer outro ato.

²¹⁴ Os seguros visam a garantir determinadas obrigações assumidas pelas contrapartes da SPE nos diversos contratos do projeto. De todas as modalidades possíveis de seguro, destaca-se o seguro que garante a conclusão da obra. Formalmente, o beneficiário das apólices é a SPE, contudo, na prática, os financiadores externos costumam exigir que as apólices de seguro expressamente os indiquem como beneficiários.

²¹⁵ Trata-se do contrato de suporte, que obriga os acionistas a aportarem na SPE os recursos necessários, mediante subscrição e integralização de novas ações ordinárias do capital diante da ocorrência de determinados eventos.

²¹⁶ O uso da palavra “ordenação” ao invés de “ordenamento” decorre de sua melhor adequação ao idioma pátrio, em linha com o que vem sustentando Newton De Lucca: “Contra a quase unanimidade da doutrina nacional, venho me utilizando, invariavelmente, da palavra *ordenação* jurídica, de todo preferível, a meu ver, a palavra *ordenamento* jurídico. Com efeito, ela parece mais consentânea com o idioma português, não havendo razão para o emprego do italianismo, conforme já destacado pela autorizada voz do gramático Napoleão Mendes de Almeida. Afinal de contas, nós tivemos as ordenações afonsinas, manuelinas e filipinas e não ordenamentos afonsinos, manuelinos e filipinos”. DE LUCCA, Newton. *Da ética geral a ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 234.

²¹⁷ Também conhecido como *step-in* dos contratos do projeto, refere-se à cessão de alguns contratos do projeto aos financiadores externos. Essa cessão é (i) condicional, pois somente se efetiva se presentes determinados fatos futuros e incertos, e (ii) provisória, voltada ao saneamento das irregularidades e inadimplementos do respectivo contrato assumido. Percebe-se, assim, que também os contratos celebrados entre a SPE e contrapartes (fornecedores, empreiteiros, compradores entre outros), acabam sendo objeto de garantia aos agentes financeiros, pois impactam (e alguns determinam) a geração de receitas pelo projeto.

²¹⁸ Embora o Código Civil preveja grau de hipoteca, admitindo mais de uma hipoteca sobre o mesmo bem imóvel, há certa divergência sobre sua possibilidade no penhor. Contudo, é comum a adoção de penhor em diversos graus sobre os bens do projeto, o que se entende possível à luz do artigo 1456 do Código Civil que permite mais de um penhor sobre títulos de crédito. Ressalte-se, apenas, que o penhor de segundo grau

Como se vê há um número significativo de garantias atípicas no contexto de operações de Financiamento de Projeto, fenômeno impulsionado pela influência do direito estrangeiro no que toca à estruturação dessa modalidade de financiamento, bem como pela versatilidade e criatividade diante do incremento e sofisticação das relações jurídicas travadas.

Dentre as garantias atípicas, serão destaques deste trabalho aquelas capazes de assegurar um regime de monitoramento rígido aos financiadores externos.

Essas garantias são justificadas pela necessidade que esses agentes têm de certificar que os recursos tomados não sejam desperdiçados ou destinados a outra finalidade que não ao seu escopo (projeto), mas ao contrário, sejam bem empregados e convertidos em ativos e direitos que agreguem valor ao projeto e à sua capacidade de geração de receitas.

Dependendo do grau de ingerência que esses instrumentos forneçam aos financiadores externos, podem representar verdadeiras fontes de controle sobre a sociedade do projeto, como pretende se demonstrar no capítulo 3.

Retornando à distinção originariamente proposta, a versão *ilimited recourse* refere-se a um financiamento com garantia integral da sociedade patrocinadora e/ou de seus acionistas.

Justamente por esse motivo, a literatura não vislumbra um autêntico Financiamento de Projeto nessa versão, sustentando se tratar de simples financiamento convencional, já que se baseia na capacidade de crédito dos patrocinadores e não do projeto propriamente dito.

Esse breve apontamento se fez necessário para demonstrar que a versão *limited recourse* acabou se tornando mais usual para os Financiamentos de Projeto, já que nela os financiadores externos têm parcela de seus riscos mitigados pelo pacote de garantias, diferentemente do que ocorre na versão *non recourse*, que acaba desestimulando a participação desses agentes em vista do alto grau de exposição.

Feitas essas considerações, e tendo em vista as características até aqui tratadas, consectárias naturais da descrição econômica do Financiamento de Projeto, pode-se chegar à última delas, alocada no mundo jurídico.

(penhor sobre bem já empenhado) somente é possível no penhor rural, industrial, mercantil e de veículos, já que nesses os bens empenhados não são transferidos para a posse do credor, conforme parágrafo único do artigo 1431 do Código Civil.

²¹⁹ Os quatro últimos instrumentos citados revelam-se não somente como garantia *lato sensu*, mas verdadeiros mecanismos de poder de controle em favor dos financiadores externos, conforme se demonstrará no capítulo 3.

Faz muito sentido que o último elemento tenha essa natureza afinal, sob o prisma da análise econômica do direito (AED) compete ao Direito criar instrumentos aptos a regular os fenômenos econômicos, administrando os riscos com o máximo de eficiência²²⁰, considerados os interesses das partes envolvidas²²¹, e observada a ordenação jurídica vigente.

Logo, toca ao Direito, mediante instrumentos válidos e eficazes, dar forma ao Financiamento de Projeto enquanto fenômeno econômico²²².

Desse contexto emerge o quarto aspecto característico do Financiamento de Projeto, relativo aos instrumentos jurídicos utilizados para sua estruturação, coligados numa ampla *rede de contratos*.

Os instrumentos que compõem essa rede se classificam em cinco principais grupos²²³, considerando-se a função específica e imediata de cada um deles²²⁴, sendo:

- (i) estatuto social e demais documentos de índole societária relativamente à SPE patrocinadora do projeto e de seus acionistas;
- (ii) contratos financeiros e respectivos contratos de garantias, instrumentalizando as condições do financiamento externo;
- (iii) contratos de empreitada, fornecimento de materiais/equipamentos e outros necessários à efetiva construção e implementação do projeto;

²²⁰ Uma das tarefas mais críticas do Financiamento de Projeto envolve justamente o alcance dessa eficiência num ponto ótimo, já que pressupõe a análise dos diferentes riscos envolvidos e a estruturação do pacote de garantias adequado, oferecendo segurança e previsibilidade jurídicas. A alocação dos riscos num ponto de eficiência máximo é desdobramento do “ótimo de pareto”, segundo o qual uma sociedade não se encontra em situação de ótima se houver ao menos uma alteração capaz de melhorar a posição de alguém, sem com isso alterar a posição dos demais.

²²¹ Não se pode esquecer, ainda, a necessidade de preservação dos interesses da coletividade como um todo, expressa no Princípio da Função Social dos Contratos, segundo o qual os contratos devem ser celebrados e interpretados levando-se em conta os interesses das partes contratantes, mas também da comunidade em que se concretizam (Artigos 421 e 2035, parágrafo único, do Código Civil e Enunciados 21, 22, 23, 360 e 361, todos da Jornada de Direito Civil do Superior Tribunal de Justiça, disponíveis em: <<http://www.cjf.jus.br/cjf/CEJ-Coedi/jornadas-cej/enunciados-aprovados-da-i-iii-iv-e-v-jornada-de-direito-civil/compilacaoenunciadosaprovados1-3-4jornadadircivilnum.pdf>>. Acesso: 11 nov. 2013).

²²² Um estudo sobre a análise econômica do direito não é completo se não consultada a obra de Richard Posner. POSNER, Richard. *Economics analysis of law*. 5.ed. New York: Aspen Law & Business, 1997. Recomenda-se ainda, a leitura de interessante artigo de Paula Andréa Forgioni, no qual, entre outras coisas, ela alerta sobre o risco da “mistificação dissimulada” dos postulados da AED. FORGIONI, Paula Andréa. Análise econômica do direito: paranóia ou mistificação? *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. v. 77. São Paulo, 2006.

²²³ Essa classificação foi feita a partir do estudo empírico do conjunto de contratos que compõe um Financiamento de Projeto. Todavia, a sistemática foi influenciada pela classificação adotada por José Virgílio Lopes Enei. Cf. *Op.cit.* p. 61.

²²⁴ Sem prejuízo da função individual e imediata de cada grupo de contratos, no Financiamento de Projeto a ligação desses contratos se dá para a consecução de um fim comum: viabilizar o sucesso do projeto.

- (iv) contratos operacionais, com fornecedores de insumos, prestadores de serviços e consumidores em geral, regulando as atividades operacionais da SPE assegurando a geração de fluxo de recebíveis pela exploração futura; e
- (v) contratos/atos administrativos, que confirmam a particulares direitos de uso e exploração sobre bens e serviços públicos, como por exemplo, contrato de concessão²²⁵, permissão ou autorização. Além disso, incluem-se aqui licenças e registros governamentais ainda que o projeto não diga respeito a serviços públicos ou atividades reguladas²²⁶.

O estudo desses contratos não será aqui realizado por razões metodológicas, tendo os mesmos sido citados para oferecer uma noção da dimensão da estrutura jurídica que suporta essa modalidade tão sofisticada de financiamento²²⁷.

A intenção aqui é apenas chamar a atenção para esta última característica que sozinha representa o conceito de Financiamento de Projeto, quando concebido sob o viés jurídico. Aliás, este também é o entendimento de José Virgílio Lopes Enei, já reproduzido acima, definindo Financiamento de Projeto como rede de contratos²²⁸.

Nessa linha de considerações, e a fim de facilitar compreensão, a ilustração abaixo oferece a dimensão visual do Financiamento de Projeto enquanto rede de contratos e, como se vê, trata-se de algo muito maior que o financiamento (externo) do projeto.

²²⁵ O contrato de concessão é gênero de contrato administrativo celebrado entre poder concedente e concessionária, dentro do qual podem ser encontradas as seguintes espécies: (i) concessão comum (Lei n. 8.987/95) ou concessão por meio de parceria público-privada (concessão patrocinada e concessão administrativa, reguladas pela Lei n. 11.079/04), ambas envolvendo a prestação de serviços públicos pelo concessionário privado; e (ii) concessão de direito real de uso de bem público (Artigos 7 e 8 do Decreto Lei 271/67), referente à outorga de uso privativo de terrenos públicos e seus espaços aéreos por particulares.

²²⁶ Mesmo que o projeto não envolva serviços públicos ou atividades reguladas, será necessária a obtenção de certos atos estatais, como licenças ambientais e registros públicos em geral.

²²⁷ Os contratos em espécie podem ser estudados nas seguintes obras: ENEI, José Virgílio Lopes. *Op.cit.* p. 310; HOFFMAN, Scott (Scott L). *The law and business of international project finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participants* Massachusetts, U.S.A: Kluwer Law International, 1998. p. 567; VINTER, Graham. *Op. cit.* p. 23; NETO, Eduardo Salomão. Financiamento de Projetos com recursos internacionais (*Project finance*). *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*. v. 32. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. p. 53.

²²⁸ *Op. Cit.* 38.

Por tudo que aqui se expôs, é possível ter uma compreensão global do *Project Finance*²²⁹.

Essa noção geral é suficiente para introduzir a ideia que levará ao desfecho do trabalho, pois o estudo detido e apartado dessa quarta característica será combinado com a análise da estrutura de poder de controle da SPE e contextualizará a importância do capítulo 3, dedicado aos mecanismos capazes de conferir poder de controle aos financiadores externos no âmbito do Financiamento de Projeto.

²²⁹ O presente trabalho procurou oferecer uma visão geral das especificidades dessa modalidade de financiamento, suficiente para contextualizar o estudo da estrutura de controle no âmbito da sociedade patrocinadora do projeto. A análise atenta do *Project Finance*, considerando os riscos envolvidos, o rol de contratos celebrados, os tipos de garantias possíveis e outros temas correlatos, escapa aos intentos aqui pretendidos, podendo ser obtida, entre outras, nas seguintes obras: ENEI, José Virgílio Lopes. *Op.cit.*; HOFFMAN, Scott (Scott L). *Op.cit.*; VINTER, Graham. *Op. cit.*; FINNERTY, John D. *Op.cit.*; e BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Project Finance e infra-estrutura: descrição e críticas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

2.3. Financiamento de Projeto como rede de contratos

Em virtude da complexidade do objeto financiado, dos interesses envolvidos, dos riscos atrelados e dos atributos que lhe são particulares o *Project Finance* é regulado não por um único contrato, mas por uma *rede de contratos*.

Esses contratos, interligados entre si, tem a função de viabilizar, simultânea e conjuntamente, a captação de recursos ao projeto numa estrutura alavancada, com a adequada alocação de responsabilidade e riscos, trazendo a segurança jurídica almejada pelas partes envolvidas no projeto, sobretudo aos agentes financeiros, dada a magnitude de sua exposição.

Cláudio Augusto Bonomi ressaltou a importância dessa rede de contratos no Financiamento de Projeto por meio da seguinte analogia:

“Os patrocinadores e/ou acionistas do empreendimento fazem as vezes das fundações de um edifício. Os outros participantes ou *stakeholders*, que são os financiadores, os fornecedores e demais empresas, são os tijolos desse edifício. A estrutura jurídica ou o conjunto de contratos que fazem a ligação entre os acionistas e demais *stakeholders* do projeto entre si mesmos é o cimento que dá a coesão às fundações e aos tijolos desse edifício”²³⁰.

Sob esse ponto de vista, o Financiamento de Projeto, enquanto operação econômica, ganha uma veste jurídica, representada pelos contratos que serão celebrados pela sociedade patrocinadora com os mais diversos agentes envolvidos no projeto. Desse modo, todas as relações serão formalizadas por instrumentos jurídicos que, em conjunto, formarão uma teia de contratos em prol do projeto²³¹.

Nesse sentido, e utilizando-se da analogia trazida por Cláudio Augusto Bonomi, o Financiamento de Projeto é o todo, resultado da soma de todos esses elementos, é o prédio idealizado, projetado e construído.

²³⁰ BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil – Fundamentos e Estudos de Casos*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008. p. 9.

²³¹ Embora o Financiamento de Projeto seja formado por contratos coligados entre si, com esses não se confunde, apenas guarda paralelo no tocante à estrutura contratual. Isso se dá porque dependendo do ângulo analisado, o Financiamento de Projeto guarda paralelo com outros institutos, por exemplo, com a sociedade anônima, no tocante a limitação de responsabilidade; com o consórcio ou *joint venture*, no tocante a colaboração empresarial e alocação de riscos. Todavia, o Financiamento de Projeto com nenhum desses se confunde, sendo um tipo negocial autônomo. Cf. esses e outros paralelos in ENEI, José Virgílio Lopes. *Op.cit.* p. 63-86.

Tamanha é a importância desta última característica que ela, sozinha, representa o conceito de Financiamento de Projeto, quando concebido sob o aspecto jurídico. Portanto, muito além de representar um dos elementos característicos da descrição econômica do Financiamento de Projeto, a rede de contratos é o próprio conceito jurídico.

Enquanto rede de contratos, dois aspectos devem ser analisados em relação ao Financiamento de Projetos. O primeiro diz respeito à sua atipicidade, e o segundo à primazia dos contratos financeiros.

Para tanto, necessário retomar aqui estudo relativo à natureza do Financiamento de Projeto, em complemento à ideia introduzida ao final do item 2.1., no tocante ao regime jurídico aplicável aos financiamentos, enquanto espécie de mútuo.

Naquela oportunidade ficou evidenciada a inexistência de tratamento legal próprio ao financiamento, com o consequente reconhecimento da atipicidade do contrato de financiamento.

O Financiamento de Projeto, como estrutura complexa no âmbito da qual existem vários contratos, também é atípico.

Aliás, numa consideração mais ampla do fenômeno, pode-se afirmar que o Financiamento de Projeto encerra uma dupla atipicidade: atípico sob a ótica jurídica, porque não disciplinado pelo Código Civil ou qualquer outra legislação como um negócio jurídico²³²; e atípico sob a ótica econômico-financeira, em função de suas peculiaridades como produto financeiro, fugindo da lógica usual de análise de crédito e riscos realizada pelos agentes financiadores, fundando-se no fluxo de receitas geradas pelo projeto.

Essa constatação tem como principal fundamento a influência que o Brasil sofreu de ordens jurídicas estrangeiras, mais especificamente de *commom law*²³³.

Nesse sentido, a complexa lógica do *Project Finance* e a correspondente defasagem do direito positivo nacional acabaram por estimular a absorção de cláusulas contratuais usadas em financiamentos dessa espécie estruturados em outros países.

Desse modo, os instrumentos legais que regulam o Financiamento de Projeto no Brasil são verdadeiras adaptações de modelos importados do direito estrangeiro,

²³² Não há uma lei específica para *Project Finance*. Como resultado, na maior parte das vezes aplicam-se os dispositivos da legislação comum relativas aos demais financiamentos, ou melhor, aos mútuos feneratícios.

²³³ Embora se reconheça que o Financiamento de Projeto tenha tido origem na Inglaterra (conforme já mencionado em nota de rodapé neste trabalho), entende-se que a configuração atualmente mais usada consolidou-se a partir de projetos estruturados nos Estados Unidos da América. Daí a referência ao direito anglo-saxão.

explicando, em grande medida, o porquê muitos termos e expressões utilizados remetem à expressão original, precipuamente na língua inglesa²³⁴.

Portanto, mesmo que muitos critiquem a utilização de vernáculos estrangeiros e repudiem a réplica em trabalhos acadêmicos, é preciso razoabilidade e parcimônia na aceitação dos mesmos, sem preconceitos ou críticas precipitados, especialmente porque a utilização desses termos, na maioria das vezes, é de fundamental importância para a perfeita compreensão do objeto estudado²³⁵. Obviamente, a mesma parcimônia deve ser utilizada no uso desses termos, que não devem se prestar para outro propósito, execrando-se o uso desmedido de estrangeirismos.

Nesse sentido é a advertência de João Luiz Coelho da Rocha:

“Para possível amargura dos Jacobinos da linguagem a expressão em inglês *Project Finance* se impõe como o código denominador desse especial financiamento de projeto tal como ali afigurado, e pouco precisa cogitar quanto à prevalência norte americana nos signos de comunicação moderna para se compreender porque a expressão será utilizada em inglês”²³⁶.

Ao apreciar o tema, José Virgílio Lopes Enei dispõe:

“É por isto que o financiamento de projetos praticado no Brasil é ainda, na sua maior parte, uma reprodução do *project finance* praticado nos seus países de origem, sobretudo nos países de *commom Law*, **trazendo consigo uma série de expressões, conceitos e institutos que ainda estão sendo assimilados e que, portanto, não sofreram a necessária adaptação ao contexto nacional**”²³⁷. (sem grifos no original)

Sobre o assunto, Paula Andréa Forgioni promove a seguinte consideração ao comentar o impacto do processo acelerado de globalização sobre as práticas contratuais no Brasil: “A primeira e necessária advertência diz respeito à descuidada importação de

²³⁴ O uso de estrangeirismos nos contratos que compõem os Financiamentos de Projeto ocorre porque muitas vezes não são encontrados termos correspondentes na língua portuguesa ou, simplesmente em razão do uso consolidado na prática empresarial.

²³⁵ A exemplo da expressão Financiamento de Projeto, que tem seu nascedouro em outro vernáculo (*Project Finance*) e exige que se observem determinados pressupostos para que possa ser traduzida e utilizada na língua pátria em seu adequado sentido.

²³⁶ ROCHA, João Luiz Coelho da. Novas alternativas de derivações jurídicas para a agregação empresarial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 118. 2002. p.96.

²³⁷ *Op.cit.* p. 112.

institutos, sem a consideração daquelas que Ascarelli chamou de ‘premissas implícitas’ de cada ordenamento”²³⁸.

Contudo, o que se pode notar é que o processo de internalização das estruturas do *Project Finance* no Brasil acabou negligenciando um aspecto bastante relevante, relativo à incompatibilidade das ordens jurídicas.

A ordem jurídica que vigora nos Estados Unidos da América, no que se convencionou chamar *commom law*, diferentemente do direito romano-germânico, sobre o qual se funda o sistema jurídico brasileiro, funda-se numa lógica indutivo-casuística, que parte da solução de um caso concreto para a solução dos demais semelhantes, ou seja, utiliza-se o critério da precedência no julgamento de novos casos²³⁹.

Assim, transportando a lógica para a seara contratual, há uma tendência em se redigir contratos a partir de outros de mesma natureza já testados judicialmente, a fim de que a redação final do novo instrumento contenha disposições propositadamente semelhantes ou distintas àquelas, aumentando, com isso, a previsibilidade de futuras interpretações (judiciais) sobre as mesmas.

O resultado dessa sistemática, na maior parte das vezes, é a existência de contratos sem muito rigor técnico, longos e detalhados, com várias disposições repetidas ao longo do instrumento e outras até antagônicas e excludentes entre si.

Tal constatação também é feita por José Virgílio Enei Lopes:

“Cada vez que um novo precedente é estabelecido, as disposições padrões dos contratos da mesma natureza são ajustadas, e no mais das vezes acrescidas de novos textos, **para aproveitar-se ou afastar-se do precedente, conforme o caso**. É por esta razão, aliada ao fato de que o *commom law* normalmente não dispõe de regras gerais codificadas ou sistematizadas em matéria contratual que possam suprir eventuais omissões incorridas pelas partes, que os contratos escritos no contexto do *commom law* são muitos mais extensos e detalhados que os contratos redigidos sob a tradição romano-germânica”²⁴⁰. (sem grifos no original)

Isso responde parte das dúvidas de muitos advogados recém-iniciados na estruturação de Financiamentos de Projeto no Brasil, ao se depararem com contratos

²³⁸ FORGIONI, Paula Andréa. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010. p. 132.

²³⁹ SOARES, Guido Fernando Silva. *Common Law – Introdução ao direito dos EUA*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999. p.38.

²⁴⁰ *Op. cit.* p. 118.

longos e repletos de disposições repetidas, nulas, anuláveis ou ineficazes segundo o direito pátrio, que tecnicamente deveriam ser excluídas ou modificadas, mas que acabam se mantendo em razão da influente força exercida pelo direito anglo-saxão.

Fica evidente, portanto, que o instituto foi importado ao Brasil, mas não foram promovidas as necessárias adaptações à realidade jurídica (e até mesmo social, cultural e econômica) aqui vigente.

Além disso, até o presente momento pouco se evoluiu no arcabouço legal relativamente aos instrumentos utilizados na estruturação de Financiamentos de Projeto, por exemplo, no tocante às garantias atípicas mencionadas acima.

Essa lacuna na ordenação jurídica brasileira é resultado da técnica legislativa, que regula situações *a posteriori*, despendendo longo período para recepcionar, compreender e adaptar novos institutos, originados ou não no direito alienígena²⁴¹. Agrava a situação, a força do poderio econômico que se impõe na quase totalidade das situações²⁴², postergando no tempo os testes judiciais sobre estes arranjos²⁴³ e, consequentemente, o enfrentamento quanto à validade e eficácia dos mesmos.

Por tudo isso, não se pode negar os riscos legais a que estão sujeitos os Financiamentos de Projeto estruturados nos últimos anos no Brasil, e somente o futuro poderá indicar de que forma esses arranjos ‘abrasileirados’ serão interpretados²⁴⁴, recomendando-se, por isso, cautela na utilização dos mesmos.

²⁴¹ Há um constante descompasso entre direito posto e a realidade que ele pretende regular, que compromete a efetividade do sistema normativo e abre espaço à atuação de outras fontes de direito, como é o caso dos contratos atípicos, em que as partes regulam seus direitos e obrigações, criando novos negócios jurídicos.

²⁴² Referência feita aos poderosos grupos que normalmente estão à frente de projetos dessa natureza, aos financiadores externos e, por fim, ao governo, principal interessado na implantação de determinados projetos no Brasil. Esses grupos tendem a filtrar as questões a serem levadas a juízo, uma vez que o risco da decisão judicial é enorme.

²⁴³ A ideia que se pretende explorar nessa afirmação, está relacionada aos interesses políticos envolvidos na manutenção de determinados Financiamentos de Projetos, colaborando para que as questões sejam, em sua maioria, solucionadas extrajudicialmente.

²⁴⁴ Embora a natural complexidade nos Financiamentos de Projeto recomende a adoção da cláusula arbitral para solução de conflitos, muitas vezes se elege a cláusula de foro. Se de um lado isso sujeita os envolvidos e o próprio projeto aos riscos de decisões judiciais desacertadas, dada a especificidade do objeto, sem a correspondente especialização por parte dos magistrados (o que não significa nenhum demérito à classe, mas o retrato da estrutura judiciária nacional), de outro lado, pode representar verdadeira estratégia na estruturação do negócio, uma vez que posterga a análise da situação, com a consequente demora na solução definitiva, seja em razão da demora na prestação jurisdicional, da complexidade dos assuntos e dos altos volumes normalmente envolvidos e, especialmente, dos impactos que a decisão judicial poderá causar. Sobre esse assunto, portanto, é possível inferir que, embora possa configurar um risco legal, pode também configurar a possibilidade de prorrogar a discussão por tempo indeterminado, de modo que a adoção da cláusula de foro em detrimento da arbitragem, e vice-versa, dependerá da análise dos interesses e riscos dos envolvidos, em cada caso concreto. Nesse sentido, as valiosas considerações de Paula Andrea Forgioni “Por vezes para não obstar a realização do negócio, as partes deliberadamente evitam tratar de questões que geram desconforto. A inexistência de previsão contratual sobre determinadas questões pode derivar do

O segundo aspecto que se quer chamar atenção sobre o Financiamento de Projeto enquanto rede de contratos, diz respeito à posição que os contratos financeiros assumem em relação aos demais contratos do projeto.

Embora todos os contratos que compõem essa ampla rede negocial sejam relevantes ao empreendimento, pode-se afirmar, sem nenhuma dúvida, que os contratos financeiros assumem uma posição de primazia, haja vista serem os responsáveis pela captação da maior parcela de recursos necessários à viabilização do projeto.

Pode-se afirmar, portanto, que os contratos são coligados por uma finalidade sistêmica²⁴⁵, sendo que individualmente mantêm sua própria causa-finalidade, mas, conjuntamente, visam a uma finalidade comum, consistente na implantação e operação do projeto²⁴⁶.

Ao lado dessa finalidade sistêmica, não se olvide da finalidade comum a todos esses contratos empresariais (mercantis ou comerciais). Isso porque, do modo como regulados pelo atual sistema normativo, esses contratos tem como principal característica a busca pelo lucro, escopo de toda e qualquer atividade empresarial.

Nesse sentido as considerações de Paula Andréa Forgioni:

“Lançando mão da sempre útil terminologia tradicional do direito mercantil, dizemos que a ‘natureza e o espírito do contrato’ comercial são condicionados pela ‘vontade comum’ das partes, direcionada que é pelo *escopo de lucro* que grava cada uma delas²⁴⁷”.

“A empresa não atua no mercado por outra razão última que não a obtenção de lucro; assim, pode-se legitimamente supor que a celebração dos contratos interempresariais dá-se porque todas as partes acreditam que seus interesses estão sendo satisfeitos”²⁴⁸.

comportamento estratégico das partes que, visando à realização da transação, evitam enfrentar temas controvertidos que poderiam ameaçá-las”. FORGIONI, Paula Andréa. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. *Op. cit.* p. 70.

²⁴⁵ Expressão utilizada por José Virgílio Lopes Enei. *Op. cit.* p. 305. Indiretamente, pode-se afirmar que os demais contratos existem em razão dos contratos financeiros, afinal é por meio desses que ocorre a captação de recursos externos necessários à implantação e operação do projeto e, conseqüentemente, a necessidade de celebração dos demais contratos do projeto.

²⁴⁶ Trata-se de um aspecto inerente ao sistema de contratos coligados, no seio dos quais os negócios estão interligados por um nexo de convergência, seja ele direto ou indireto, material ou imaterial. Na maior parte das situações, é possível identificar um negócio tido como principal e outro como acessório dentro da reunião ou grupos de contratos.

²⁴⁷ *Op. cit.* p. 46.

²⁴⁸ *Op. cit.* p. 57.

Ao analisar o fenômeno da coligação, preferindo a nomenclatura conexão, por entender ser mais difundida no Direito Comparado, Francisco Rosito dispõe:

“Trata-se de contratos distintos que conservam, cada um, suas próprias causas e disciplina, mas que são coordenados um pelo outro para a melhor atuação da unitária operação econômica, aspecto que os diferencia dos contratos mistos ou complexos”²⁴⁹.

De fato, cada um desses contratos rege determinado negócio relativo ao projeto, como, o contrato de construção com o empreiteiro, que rege as obras de engenharia; os contratos de fornecimento, que regem o fornecimento de equipamentos, matéria-prima ou insumos; os contratos de venda da produção, cujo nome é autoexplicativo; contrato de concessão, que regula a delegação para prestação de serviços públicos, entre outros.

Contudo, todos eles, de alguma forma, relacionam-se ao sucesso do projeto e, portanto, constituem-se verdadeira garantia colateral dos agentes financeiros.

Sob esse aspecto, e focando a análise especificamente nos riscos dos financiadores externos, os subsistemas jurídicos que compõem o *Project Finance* acabam se prestando, preponderantemente, ao endereçamento das preocupações relativas à preservação dos fluxos do projeto e, nas versões *limited recourse*, também à formatação de um eficaz do pacote de garantias.

Destaque-se que, nesse contexto, a aplicação das regras da teoria geral do negócio jurídico e da teoria geral dos contratos à coligação, conforme entendimento da doutrina representado no Enunciado n. 421, da V Jornada de Direito Civil do Superior Tribunal de Justiça²⁵⁰.

Sendo assim, incide nos contratos coligados, entre outros, o Princípio da Boa-Fé, expresso, sobretudo, no cumprimento de deveres laterais²⁵¹, fundamentalmente, o de atender a finalidade sistêmica²⁵².

²⁴⁹ ROSITO, Francisco. Os contratos conexos e sua interpretação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 145. 2006. p. 88.

²⁵⁰ Enunciado 421. Os contratos coligados devem ser interpretados segundo os critérios hermenêuticos do Código Civil, em especial os dos artigos 112 e 113, considerada a sua conexão funcional. Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/cjf/CEJ-Coedi/jornadas-cej/enunciados-aprovados-da-i-iii-iv-e-v-jornada-de-direito-civil/compilacaoenunciadosaprovados1-3-4jornadadircivilnum.pdf>>. Acesso: 11 nov. 2013.

²⁵¹ A doutrina civilista moderna reconhece que esses deveres são inerentes a qualquer contrato, sem a necessidade de previsão no instrumento negocial, podendo ser citados os deveres anexos de cooperação, cuidado, informação, respeito, confiança, transparência e outros. TARTUCE, Flávio. *Op. cit.* p. 502.

²⁵² As contrapartes devem ter ciência dos demais contratos integrantes da rede, assumindo o dever de perseguir a finalidade sistêmica. Assim, por exemplo, não pode um prestador de serviços subcontratado pelo empreiteiro, embora cumprindo seu subcontrato, agir conscientemente de forma incompatível com o contrato

A respeito dessa finalidade que orienta a celebração dos contratos coligados (ao que ele denomina conexos) posiciona-se Francisco Rosito:

“Naturalmente, para que se trate de negócio conexo, pressupõe-se a existência de um negócio que requer contratos unidos e, portanto, pluralidade de contratos. Ademais, deve haver um vínculo que os una e um objetivo comum.

Os distintos contratos individuais vinculados pelo nexo de interdependência realizam o programa unitário concebido pelas partes contratantes, **configurando uma finalidade ulterior completiva, a qual é diversa das dos singulares fragmentos que a compõem**”²⁵³. (sem grifos no original)

Arremata o autor:

“(...) os contratos singulares, assim como sua causa, perseguem um interesse instrumental para o interesse final da operação, criando-se uma causa autônoma que se desprende dos fragmentos da operação negocial”²⁵⁴.

Justamente em razão disso, e da proeminência dos contratos financeiros, todos os contratos acabam sendo negociados de forma a refletir as exigências impostas pelos financiadores externos, e não apenas às das partes que formalmente o celebram²⁵⁵.

Como se vê, a coligação consegue atribuir verdadeira eficácia externa aos contratos da rede, notadamente ao contrato de financiamento externo, na medida em que as obrigações assumidas pela SPE perante os agentes financeiros impactam nos demais contratos celebrados pela SPE. Da mesma forma, o inadimplemento de alguns desses contratos, porque geram implicações na regularidade do projeto, provocam reflexos ao contrato de financiamento, podendo, no limite, gerar seu inadimplemento²⁵⁶.

principal, sob pena de comprometer o atendimento do objetivo maior, consistente na construção e operação do projeto. Isso decorre tanto do elemento subjetivo como do objetivo da coligação. Se as partes estão coligadas *subjetivamente*, segundo o artigo 112 do Código Civil, nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciadas do que ao sentido literal, e a intenção de todas é a implantação e sucesso do projeto. Se as partes estão coligadas *objetivamente*, a orientação para cumprimento do subcontrato decorre da função econômica que perseguem, refletida, também, na implantação e sucesso do projeto.

²⁵³ *Op. cit.* p. 91.

²⁵⁴ *Op. cit.* p. 92.

²⁵⁵ No jargão de mercado, fala-se em “contratos financiáveis” ou “bancabilidade dos contratos”, ambas expressões usadas para se referir ao conteúdo dos contratos, que deve ser aceito pelos financiadores externos.

²⁵⁶ É possível que os agentes financeiros incluam cláusulas prevendo como causa de inadimplemento do contrato de financiamento o descumprimento de cláusulas de outros contratos do projeto, por exemplo, o

A influência recíproca entre os contratos é um aspecto marcante na coligação, conforme expõe Ruy Rosado de Aguiar Junior:

“é possível que os figurantes fujam do figurino comum e enlacen diversas convenções singulares (ou simples) num vínculo de dependência, acessoriedade, subordinação ou causalidade, reunindo-as ou coligando-as de modo tal que **as vicissitudes de um possam influir sobre o outro**”²⁵⁷. (sem grifos no original)

Por tudo que se expôs, fica claro que a participação dos agentes financeiros em financiamentos dessa espécie, está intrinsecamente ligada à segurança jurídica que consigam extrair dos instrumentos jurídicos que suportarão o *Project Finance*.

Diante disso, não é raro identificar, no âmbito desses contratos, estruturas que, dentre outras coisas, atribuam efetivo poder de controle aos agentes financeiros sobre a SPE financiada, o que é perfeitamente compreensível diante da condição de acentuado endividamento, conforme lições do capítulo 1.

É esse o tema central sobre o qual se debruça o presente estudo, numa tentativa de comprovar o elevado grau de controle que os financiadores externos podem ter sobre a sociedade por eles financiada no âmbito do Financiamento de Projeto, bem como elencar as ferramentas normalmente por eles adotadas para tal fim.

Um alerta precisa ser feito. É evidente que esse controle também pode ser constatado em financiamentos tradicionais, pois também esses implicam uma relação de dependência circunstancial ao tomador²⁵⁸.

Contudo, o presente trabalho optou por restringir o âmbito da análise por entender que a manifestação de poder dos financiadores externos é muito mais evidente na modalidade *Project Finance*, na medida em que a redução (e por vezes, a restrição) da liberdade dos acionistas da SPE na gestão da companhia se impõe como medida cogente de alinhamento aos programas e premissas voltados ao sucesso do projeto (sobretudo, à geração de recursos para honrar os compromissos com eles assumidos²⁵⁹).

inadimplemento de obrigações financeiras da SPE em relação ao empreiteiro acima de determinado montante, justificando-se em razão do natural impacto que esse inadimplemento tende a causar sobre o cronograma do projeto.

²⁵⁷ AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor – resolução*. Rio de Janeiro: AIDE Editora, 2004. p. 89.

²⁵⁸ Aliás, essa referência foi promovida há muito tempo por Fábio Konder Comparato. Cf. *Op. cit.* 5.ed. p. 90.

²⁵⁹ Portanto, o que, em princípio, parecia um aumento de exposição dos financiadores externos em *Project Finance* pode sugerir o contrário, representado num ambiente mais isolado e de riscos, de certa forma, mensuráveis.

2.4. Estrutura de controle na SPE

Pelo que se expôs neste capítulo, e apenas com o propósito de introduzir o próximo, convém promover um estudo sobre a estrutura de poder de controle da SPE, centro de imputação de todos os direitos e deveres assumidos no âmbito do *Project Finance*.

O poder de controle detido pelos acionistas da SPE não se distingue, em essência, daquele cujo conceito foi amplamente discutido no título 1.3. Logo, esse controle é balizado pelos rígidos contornos legais da Lei Societária.

Sem prejuízo dessa assertiva, a gestão das sociedades de propósito específico, justamente em função do objeto social restrito e delimitado, acaba se diferenciando daquela verificada nas demais sociedades. Assim sendo, o grau de liberdade dos controladores e administradores já é relativizado diante da circunscrição inerente a essas sociedades.

Não bastasse, a SPE constituída no âmbito do *Project Finance* fica sujeita ainda às determinações impostas durante a estruturação do projeto, sobretudo pelo Estado (quando se trate de projetos relacionados a serviços públicos, ou ainda no caso de setores regulados) e pelos financiadores externos.

Nesse sentido, é possível afirmar que o poder de controle dos acionistas da SPE pode ficar (e normalmente fica), subjugado ao controle de terceiros.

Em outras palavras, e alinhando-se aos estudos já realizados no capítulo 1, o endividamento da sociedade faz com que os provedores de recursos externos, em razão do seu direito de crédito, preocupem-se com a proteção da sociedade contra situações de insolvência e má gestão na implantação e exploração do projeto.

Diante disso, é bastante comum encontrar, nos contratos que formalizam essa modalidade de financiamento, mecanismos jurídicos específicos que atribuem poder de controle aos financiadores externos.

Como se demonstrará, esses mecanismos podem atribuir controle externo, a exemplo do que ocorre com a utilização de determinadas garantias, *covenants* ou *step-in* contratual.

Todavia, também podem ser utilizados instrumentos com aptidão para atribuir controle interno sobre a SPE, por exemplo, estruturas societárias que contemplem a titularidade de ações de classes especiais aos agentes financeiros, como no caso de *golden shares* ou ainda pela utilização do instituto conhecido como *step-in* de controle.

Esses instrumentos e a forma pela qual conferem poder de controle aos agentes financeiros serão objeto do próximo capítulo.

3. MECANISMOS DE CONTROLE DOS AGENTES FINANCEIROS

3.1. Controle externo e endividamento

Como anunciado no capítulo 1, terceiros estranhos à sociedade podem deter o efetivo poder de controle sobre sua gestão, atividades e negócios.

Naquela oportunidade, confirmou-se tratar do controle externo ou controle não societário. E, embora já tenha sido objeto deste trabalho, não é demais relembrar alguns traços característicos dessa modalidade de controle.

O controle externo não deriva da titularidade de direitos de acionista (controle interno), revelando-se a partir de situações de fato que fazem com que a sociedade se sujeite à privação ou restrição da prática de determinados atos regulares ao seu funcionamento.

Assim, esse controle se manifesta não pelas vias procedimentais e rígidas previstas na legislação (artigo 116 da Lei Societária), mas por meio de mecanismos extrassocietários, em razão de conjunturas, especialmente econômico-financeiras, vividas pela sociedade ou, nas palavras de Ricardo Ferreira de Macedo, em decorrência de “fatores precípuos de viabilidade”²⁶⁰.

Para os fins do presente, a análise se concentrará no poder de controle externo derivado da condição de endividamento da sociedade, portanto, de dependência circunstancial. O estudo sofrerá ainda outra restrição, pois será dedicado ao endividamento da sociedade patrocinadora no âmbito do Financiamento de Projeto e, assim, ao controle externo exercido pelos agentes financeiros.

Como já estudado, e retomando algumas lições do capítulo 2, o *Project Finance* é uma técnica de financiamento baseada na alavancagem financeira, por meio da qual os financiadores externos contribuem com a maior parte dos recursos (entre 70 a 80 por cento do total), assumindo um risco extremamente elevado em relação ao projeto.

Essa prevalência do endividamento externo sobre o interno, com elevada exposição de risco dos agentes financeiros, justifica sua preocupação em monitorar e fiscalizar a administração da sociedade incumbida de explorar o projeto²⁶¹, afinal, eles querem o

²⁶⁰ *Op.cit.* p.145.

²⁶¹ A ingerência dos financiadores externos em contextos de endividamento foi objeto de pesquisas empíricas realizadas sobre sociedades anônimas dos Estados Unidos da América. Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. *Op. cit.*

sucesso do projeto tanto quanto (ou mais que) os próprios empreendedores, haja vista os elevados desembolsos por eles realizados.

Essa equação se explica em razão da essência do *Project Finance* porque, em regra, a alavancagem financeira supera a capacidade financeira dos patrocinadores (acionistas). Assim, com a maior parte dos recursos advinda dos agentes financeiros, com maior exposição destes em relação àqueles, explica-se o interesse na reivindicação de mecanismos hábeis a conceder-lhes maior influência sobre a atividade empresarial da sociedade financiada.

Antes de prosseguir, todavia, conveniente retomar esclarecimento feito no capítulo anterior, relativamente à nomenclatura a ser empregada para fazer alusão à figura dos terceiros responsáveis pela concessão de recursos ao projeto.

Naquela ocasião, foram adotadas as terminologias *financiadores externos* e *agentes financeiros* para se referir exclusivamente aos terceiros que concedem recursos à sociedade patrocinadora do projeto, para distingui-los dos acionistas da SPE, que também são considerados financiadores do projeto.

Assim, o uso da expressão *agentes financeiros*, intitulado o presente trabalho, procurou restringir o conceito, distinguindo definitivamente o financiamento obtido por intermédio de recursos de terceiros (financiamento externo) daquele advindo do aporte de capital dos próprios acionistas ou de empréstimos intragrupo (financiamento interno).

Após o abreviado lembrete, avança-se na tarefa de tentar compreender de que forma o financiamento externo pode resultar no controle sobre a sociedade financiada. Para tanto, importante descrever previamente, ainda que de forma sucinta, a metodologia utilizada no processo de análise de crédito promovida por esses agentes.

A análise de crédito é disciplina afeta à economia e à administração de empresas, e diz respeito às técnicas utilizadas pelos agentes financeiros na aferição do potencial de retorno na concessão do crédito e dos riscos envolvidos²⁶², a partir dos parâmetros constantes de sua política de crédito.

A análise de crédito, em essência, serve para avaliar se o tomador possui idoneidade e capacidade financeira para liquidar a dívida que pretende contrair.

²⁶² Embora não se trate de termo de fácil conceituação, pode-se entender que “risco é a incerteza em relação a um custo, uma perda ou dano”. Cf. HOFFMAN, Scott. *Op.cit.* p.34.

Para Wolfgang Kurt Schrickel, a análise de crédito, deve observar três etapas:

“(i) *Análise retrospectiva*: a avaliação do desempenho histórico do potencial tomador, identificando os maiores fatores de risco inerentes a sua atividade e quão satisfatoriamente esses riscos foram atenuados e/ou contornados no passado. A análise histórica tem como objetivo primordial o de procurar identificar fatores, na atual condição do tomador, que possam denunciar eventuais dificuldades e/ou questionamentos quanto a seu almejado sucesso em resgatar financiamentos tomados com o prestador.

(ii) *Análise de tendências*: a efetivação de uma razoavelmente segura projeção da condição financeira futura do tomador, associada à ponderação acerca de sua capacidade de suportar certo nível de endividamento oneroso (mais comumente, empréstimos bancários), aí incluindo o financiamento em análise.

(iii) *Capacidade creditícia*: decorrente das duas etapas anteriores, tendo sido avaliado o atual grau de risco que o tomador potencial apresenta, bem como o provável grau de risco futuro, deve-se chegar a uma conclusão relativa à sua capacidade creditícia e, conseqüentemente, à estruturação de uma proposta de crédito em que o empréstimo pleiteado (ou série de financiamentos futuros) possam ser amortizados em consonância com certo fluxo de caixa futuro e em condições tais que seja sempre preservada a máxima proteção do prestador contra eventuais perdas”²⁶³.

A partir dessa perspectiva temporal, utilizam-se ferramentas para efetivar a análise, sendo que um dos principais e mais utilizado sistema é o clássico *5 C's do Crédito*, por refletir as características relacionadas aos aspectos pessoais (caráter e capacidade) e financeiros (capital, colateral e condições) do tomador²⁶⁴.

Como se vê, a designação desse sistema decorre do fato dos cinco elementos analisados iniciarem-se pela letra C.

De forma resumida, o *caráter* informa as características do tomador e das pessoas que estão envolvidas em seu negócio, como tradição, estrutura, gestão e principalmente seu

²⁶³ SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Análise de Crédito. Concessão e gerência de empréstimos*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 20. p. 27.

²⁶⁴ Existem autores modernos que defendem a existência de novos “Cs” no sistema de análise de crédito, referindo-se ao *Conglomerado* (análise do conglomerado em que o tomador esteja inserido), *Consistência* (análise das informações deve ocorrer de forma consistente), *Comunicação* (análise de informações de forma correta e ágil), *Controle* (acompanhamento, gerenciamento e administração do crédito concedido), *Concorrência* (análise sobre as condições de competição do tomador com concorrentes no médio e longo prazo), *Custos* (tomador deve ter boa gestão de custos) e *Caixa* (análise da geração, qualidade e consistência de caixa do tomador). Cf. BLATT, Adriano. *Avaliação de Risco e Decisão de Crédito. Um enfoque prático*. São Paulo: Nobel, 1999. p. 48-49.

histórico de pagamento, indicando a probabilidade no cumprimento das obrigações assumidas; a *capacidade* demonstra o potencial de honrar compromissos financeiros e a habilidade em administrar patrimônio; o *capital* sinaliza a situação financeira, econômica e patrimonial do tomador, fluxo de caixa, estrutura de capital, exposição entre outros; o *colateral* diz respeito aos bens colocados à disposição para garantir o pagamento do crédito, ou seja, às garantias apresentadas pelo tomador; e, por fim, as *condições* referem-se às variáveis micro e macroeconômicas que exercem influência na capacidade do tomador honrar os compromissos financeiros²⁶⁵.

A análise de crédito, portanto, implica num atento e metucioso levantamento de informações e dados do tomador²⁶⁶, com sua consequente compilação e análise, para a adequada tomada de decisão. Logo, as situações de passado, presente e perspectivas futuras devem ser analisadas de acordo com o objetivo da concessão de crédito.

Aparentemente a análise de crédito traduz uma ferramenta satisfatória e suficiente no gerenciamento de riscos, afinal consegue reunir três focos essenciais: liquidez, segurança e rentabilidade²⁶⁷.

Entretanto, isso não é uma verdade absoluta, pois além das possíveis falhas que podem permear o processo de análise de crédito, comprometendo sua qualidade, há ainda a incerteza e a falta de controle integral sobre o modo como os eventos poderão ocorrer no futuro.

Nesse sentido, pode-se até fazer uma previsão apurada do comportamento futuro de determinados eventos e dos possíveis riscos deles advindos, mas não se pode determinar, com exatidão, quando, como e em que intensidade ocorrerão.

Como se sabe, os riscos podem ser das mais diversas ordens, apontando-se, a título meramente exemplificativo, riscos relacionados ao próprio tomador, ao seu mercado de atuação e mercados concorrentes, à economia nacional e internacional, às alterações políticas e legais, entre outros, que podem afetar adversamente a dívida.

Os agentes financeiros, em regra, instituições financeiras, possuem como principal produto o dinheiro, objeto das diversas operações por eles celebradas. Assim, diante da possibilidade de ocorrência de eventos incertos e imprevisíveis, seguem metodologias

²⁶⁵ SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Op.cit.* 47

²⁶⁶ Dados das mais diversas naturezas como balancetes, balanços, faturamentos, questionário de avaliação, ramo da atividade, plantas industriais, provisionamentos judiciais, entre outros.

²⁶⁷ Entende-se por *liquidez*, a capacidade do tomador de honrar seu compromisso nos termos pactuados; por *segurança*, a mitigação dos riscos e incertezas em relação ao adimplemento da dívida assumida; e, por *rentabilidade*, a taxa de retorno que será obtida por cada unidade de moeda investida.

sofisticadas de mapeamento de riscos, a fim de que possam adotar medidas suficientemente seguras no intuito de mitigá-los ao máximo, reduzindo o nível de prejuízos financeiros e afastando a probabilidade de fracassar no resultado de sua função elementar, que é captar e emprestar dinheiro²⁶⁸.

A exposição acima descreve, de forma muito basilar, o contexto de análise de crédito promovida pelos agentes financeiros no regular exercício de suas funções, sendo comumente aplicável a toda e qualquer operação de crédito.

Entretanto, o mesmo não se pode dizer em relação à análise de crédito realizada nos Financiamentos de Projeto, que se dá de maneira exponencialmente mais complexa.

Nessa operação há riscos das mais diversas naturezas, não se limitando aos riscos de crédito. No Financiamento de Projeto existem, ao lado do risco de crédito, riscos de construção, de suprimento de matéria prima e insumos, de demanda e preço do produto ou serviço final, de operação, de manutenção e falha dos equipamentos, de eventos de força maior ou caso fortuito, de extinção da concessão ou permissão, legal (lei, regulatório e judicial), cambial, entre outros.

Portanto, a estruturação de um Financiamento de Projeto passa a ter, entre outros, o objetivo de alocar adequadamente tais riscos dentre os agentes envolvidos no projeto, sendo que, em regra²⁶⁹, cada agente fica responsável pelos riscos decorrentes de sua participação no projeto, pois se presume sua melhor capacidade de gerenciamento dos mesmos e o consequente encargo de absorvê-los.

Apesar disso, não é possível afirmar que essa alocação de riscos se dê de forma completa, seja porque alguns riscos não são sequer previstos no início do projeto, seja porque foram alocados em agentes sem capacidade de absorção, seja por qualquer outro motivo.

²⁶⁸ As instituições financeiras possuem como atividade típica a intermediação financeira. De modo bastante simplificado, essa atividade consiste em interligar agentes econômicos que tenham recursos disponíveis (agentes superavitários) daqueles que necessitem de recursos (agentes deficitários), efetivando-se com a captação de recursos daqueles e concessão de crédito a estes.

²⁶⁹ Em regra, porque, em algumas situações, o risco fica alocado em agentes não diretamente relacionados à fonte do risco. A título exemplificativo, os riscos de responsabilidade civil contra danos à propriedade de terceiros ou a pessoas, ou os riscos ambientais emergentes do projeto, que ficam alocados no bojo de apólices de seguros, especialmente contratados para esse fim.

O *fenômeno da incompletude contratual* foi bem captado por Paula Andréa Forgioni, nos seguintes termos: “muitos contratos não contém – e não podem mesmo conter – a previsão sobre todas as vicissitudes que serão enfrentadas pelas partes”²⁷⁰.

Nesse contexto, os agentes financeiros, em virtude de seu direito de crédito, acabam expostos a diversas variáveis, motivo pelo qual a análise de crédito nos moldes convencionais passa a ser insuficiente para o apropriado gerenciamento de riscos.

Assim, num cenário de alta incerteza e baixa (ou nenhuma) capacidade para tomada de riscos, os agentes financeiros passam a impor ao tomador certas condições capazes de aumentar seu nível de conforto na operação.

Entre essas condições podem ser citadas severas multas moratórias pelo atraso nos pagamentos; taxas de juros (*spread*) diferenciadas em operações com maior grau de risco; cláusulas de vencimento antecipado, puro ou cruzado²⁷¹; prazos de carência ampliados (mas com taxas de permanência elevadas); amplo pacote de garantias (de forma isolada, cumulativa ou compartilhada²⁷²), contrato de suporte dos acionistas²⁷³, entre outras.

A essas exigências feitas pelos agentes financeiros, ainda podem ser somados mecanismos jurídicos capazes de viabilizar o exercício de controle sobre as atividades do tomador²⁷⁴.

Introduz-se aqui a ideia que permeia a lógica do presente estudo.

Os agentes financeiros, a depender do caso concreto (leia-se, volume, modalidade e finalidade do crédito, características do tomador, condições de mercado, e demais circunstâncias), podem condicionar a concessão do crédito ao cumprimento de exigências

²⁷⁰ *Contrato de Distribuição. Op. cit.* p.71-72. A autora compila três principais motivos responsáveis pela incompletude contratual: impossibilidade de previsão do futuro, impossibilidade do acontecimento de certos fatos e imprecisão da expressão do acordo (expressada pela natural inexatidão das palavras, que tendem a gerar mais de uma interpretação possível).

²⁷¹ Também chamadas de *cross default clause*, as cláusulas de vencimento antecipado cruzado prevêm a faculdade de o credor declarar o vencimento antecipado de sua dívida (ainda que devidamente adimplida) em função do inadimplemento de outras obrigações assumidas pelo tomador, ainda que perante terceiros. Em outras palavras, em razão de tal cláusula, o vencimento de uma dívida pode gerar o vencimento antecipado das demais.

²⁷² Em algumas situações, pode ser necessário o compartilhamento de garantias com outros credores (agentes financeiros ou não), hipótese em que é comum a celebração de um acordo entre esses credores, regendo as condições para a execução das garantias.

²⁷³ Como já demonstrado, a concepção pura de um Financiamento de Projeto é desprovida de garantias ou de compromissos de reforço financeiro por parte dos acionistas, afinal a engenharia financeira que orienta essa modalidade especial de financiamento funda-se na geração de receitas advindas da exploração do projeto como principal fonte de pagamento. Todavia, bastante difícil conceber um financiamento de grandes magnitudes e com vultosos volumes nessa versão. A maioria, como mencionado no capítulo 2, acaba adotando a versão *limited recourse*, mas com um pacote robusto de garantias.

²⁷⁴ A inserção desse tipo de mecanismo ao mesmo tempo em que gera mais segurança aos financiadores dos projetos, também gera uma tendência de redução dos custos e da disponibilidade de crédito no mercado de Financiamento de Projeto, num círculo virtuoso para toda economia.

adicionais àquelas indicadas acima, voltadas, sobretudo, à possibilidade de ingerência direta nos negócios do tomador²⁷⁵.

Isso é assim porque, ao financiador externo interessa que a sociedade tomadora adote uma gestão o mais conservadora possível, de modo que os recursos por ela arrecadados sejam suficientes para honrar os serviços da dívida, bem como para continuar a operar e explorar o projeto, pois como se viu, são as receitas do projeto, fundamentalmente, que garantem o adimplemento integral do financiamento.

Atente-se que a efetiva ingerência na gestão da sociedade tomadora é medida de caráter excepcional, pois subverte a lógica de livre gestão das companhias, conduzida pelos próprios acionistas ou pelos administradores (controle interno)

Pelas ideias já abordadas no capítulo 1, há uma impressão generalizada no sentido de que os controladores das companhias são naturalmente incentivados a exercer o controle da forma mais eficiente possível, com vistas a preservar seu investimento.

Justamente por isso, são várias as críticas que se colocam a respeito da gestão realizada pelos financiadores externos, cujos incentivos estariam limitados à liquidação da dívida com ele assumida.

Contudo, conforme já demonstrado, isso não é necessariamente verdade²⁷⁶, entre outros motivos, porque nem sempre os acionistas controladores são dotados de especialização suficiente para gerir a sociedade, ou porque podem não possuir incentivos para usar o controle em favor dos minoritários ou, ainda, porque a gestão livre costuma levar à adoção de políticas empresariais arrojadas em busca de ganhos extraordinários, podendo culminar em condutas prejudiciais à sociedade e aos demais acionistas²⁷⁷.

Isso já não ocorre (ou não deve ocorrer) na gestão pelos agentes financeiros, pois esses, na condição de financiadores externos/credores, possuem fortes incentivos para uma gestão focada no sucesso da sociedade e assim de todo o projeto; logo, não almejam a

²⁷⁵ A esse respeito João Henrique Guidugli dispõe que, em regra, as relações que envolvem crédito não comportam a participação do credor na administração do devedor. Contudo, defende que, a influência dominante constitui exceção a essa regra, na qual o credor deterá a administração da sociedade tomadora e, por consequência, o controle do bem entregue ao devedor. *Op. cit.* p. 58 (nota de rodapé 105).

²⁷⁶ Tanto não é verdade que a história vivenciou o surgimento de outros modelos de estrutura de capital, com outras formas de gestão sobre as sociedades. Cf. Capítulo 1.

²⁷⁷ Ressalte-se que, os limites à busca de ganhos extraordinários por controladores e administradores de sociedades anônimas é objeto de muita divergência, normalmente polarizando opiniões de economistas e financistas, de um lado, e operadores do direito, do outro. Isso porque é dever do acionista controlador buscar ganhos (e aqui não há nenhuma censura) em prol da companhia e de todos os acionistas, todavia, há limites nessa busca, sob pena de se colocar em risco a própria manutenção da sociedade. Assim, admite-se essa busca desde que pautada no Princípio da Função Social da Empresa e nos limites legais que reprimem o abuso na gestão da sociedade.

busca de maiores ganhos (até porque, caso ocorram, não lhe serão acessíveis), senão uma gestão ortodoxa, cujo principal objetivo é o pagamento dos serviços da dívida, implantação e exploração do projeto.

A despeito das críticas que se levantam, é praxe que o credor sirva-se desses mecanismos na concessão de crédito.

Na verdade, o comum é que condicione a efetivação do financiamento à possibilidade de ser informado acerca do andamento das atividades do devedor, bem como de fatos e acidentes imprevisíveis que possam afetá-lo negativamente, sem prejuízo de seu monitoramento direto e, no limite, sua efetiva ingerência na condução dos negócios da sociedade.

Por tudo isso, e diante do que se anunciou repetidamente ao longo deste trabalho, passa-se agora ao exame de alguns dos instrumentos que conferem a possibilidade de exercício de controle aos financiadores externos no âmbito do Financiamento de Projeto.

Como se demonstrará, são diversas as formas que podem concretizar a intervenção desses agentes nos negócios da sociedade patrocinadora, dentre as quais podem ser citadas a inserção de cláusulas contratuais que impõe obrigações de fazer e não fazer à sociedade, por vezes condicionando sua atuação à obtenção de prévias autorizações aos agentes financeiros; a utilização de instrumentos sofisticados, a exemplo da previsão de assunção de controle fundada no instituto dos *step-in rights*, importado do direito estadunidense; a instituição de ônus e gravames sobre ações da companhia; a titularização de ações de classe diferenciada, a exemplo da *golden share*, entre outras.

Como se nota, alguns desses instrumentos são vinculados à propriedade acionária e outros não, demonstrando que os financiadores externos podem exercer sobre a SPE tanto o controle interno como o externo.

Relembre-se, em arremate, que o fundamento para tanto é o contexto de endividamento da sociedade patrocinadora do projeto, em que o financiador, em razão do seu direito de crédito, passa a ser o principal interessado na proteção da companhia contra situações de insolvência, sendo justificada sua eventual dominação, que poderá abarcar, no limite, a efetiva assunção do comando de sua exploração empresarial.

3.2. Instrumentos de legitimação do controle pelos agentes financeiros

O Financiamento de Projeto, por sua natureza, demanda um aparato de engenhos hábeis a reduzir o grau de risco dos agentes envolvidos.

Aliás, relembrando conceito reproduzido no capítulo anterior, sob a perspectiva jurídica, o Financiamento de Projeto nada mais é do que uma rede de contratos que aloca riscos das diversas partes envolvidas.

Dentre os diversos contratos que compõem o Financiamento de Projeto²⁷⁸, estão os contratos de financiamento de longo prazo e demais instrumentos de captação de crédito²⁷⁹, como já estudado.

É no seio desses contratos ou instrumentos equivalentes²⁸⁰, celebrados entre agentes financeiros (normalmente uma instituição financeira, ou várias reunidas em sindicato) e a SPE patrocinadora do projeto, que são incluídas, além das condições aplicáveis tradicionalmente aos financiamentos em geral, as técnicas de controle sobre atividades, gestão e negócios da tomadora.

Além dessa principal fonte, tais técnicas de controle também podem nascer nos contratos acessórios, como os de garantia. Aliás, alguns deles, pela própria natureza da garantia instituída, atribuem, automaticamente, controle ao credor garantido, como ocorre no penhor, alienação fiduciária ou usufruto sobre ações.

Todavia, em razão da defasagem do direito positivo relativamente à regulação do Financiamento de Projeto no Brasil, esses mecanismos, na quase totalidade, revelam-se em estruturas contratuais detalhadamente construídas, com pouco ou nenhum espaço para disposições supletivas decorrentes de lei²⁸¹.

²⁷⁸ O capítulo 2 promove um breve apontamento dos principais contratos celebrados no âmbito de um Financiamento de Projeto.

²⁷⁹ Vale lembrar que o Financiamento de Projeto pressupõe a concessão de crédito à SPE, a fim de financiar o desenvolvimento e execução do empreendimento. Essa concessão pode se dar por financiamentos ou ainda por títulos de dívida emitidos pela SPE tomadora (por exemplo, emissão de debêntures, notas promissórias, cotas de fundos de investimentos), sendo que em qualquer dos casos os instrumentos que documentam o crédito detalharão os direitos e garantias dos credores, podendo incluir, entre outros, mecanismos aptos a lhes conferir poder de controle.

²⁸⁰ Como, por exemplo, escritura ou lâmina, no caso de financiamento via emissão de debêntures ou notas promissórias comerciais, respectivamente.

²⁸¹ A esse respeito, bem pontua José Virgílio Lopes Enei sobre a responsabilidade do advogado nacional nas operações de Financiamento de Projeto, uma vez que a falta regulação no direito pátrio não autoriza a utilização de contratos fora de limites e balizas legais, sob pena de invalidar ou tornar inexecutível suas disposições. *Op.cit.* 124-130.

Apresentam-se, a seguir, quais e como são estruturadas contratualmente as técnicas de controle a serviço dos financiadores externos, comprovando-se a existência do poder de controle desses agentes no *Project Finance*, conforme intitula o presente trabalho.

3.2.1. Obrigações de fazer e não fazer (*Covenants*)

As obrigações de fazer e não fazer, incluídas nos instrumentos jurídicos (como já dito, no contrato de financiamento de longo prazo, instrumentos equivalentes e em contratos acessórios), são também conhecidas como *covenants*²⁸².

Essas obrigações são reconhecidas como a principal técnica de controle adotada pelos agentes financeiros, por meio das quais impõem ou vedam condutas à administração da sociedade, determinando o modo pelo qual a mesma será conduzida.

Ao se referir ao assunto, Eduardo Salomão Neto reconhece que o contrato de financiamento tem algumas características que o distinguem de qualquer outro e, ao analisar esses caracteres, destaca: “Outra característica importante do contrato de financiamento é o grande número de *covenants*, de forma a garantir aos bancos financiadores elevado grau de controle sobre o projeto”²⁸³.

São diversas as obrigações que podem ser estipuladas, podendo variar conforme as características de cada projeto. Convergem, contudo, quanto à finalidade de conferir ao financiador externo poderes de comando sobre a sociedade patrocinadora, que passa a ter uma rotina voltada ao cumprimento de diversos deveres por eles impostos, que certamente não seriam espontaneamente cumpridos.

Nas palavras de Luiz Ferreira Xavier Borges, a utilização de *covenants* é uma forma indireta de garantia aos agentes financeiros, ao impor práticas de gestão à devedora:

“Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. As obrigações positivas (*positive covenants*) são exigências relativas à observância de certas práticas

²⁸² O termo inglês pode ser livremente traduzido como *pacto, acordo ou ajuste*. Esses substantivos representam exatamente a função que os *covenants* desempenham no Financiamento de Projeto, uma vez que estabelecem comportamentos impostos pelos agentes financeiros e aceitos pela sociedade tomadora, sendo os mesmos pactuados/acordados/ ajustados nos documentos que formalizam a concessão dos recursos externos.

²⁸³ *Op.cit.* p. 53.

de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa. As obrigações negativas (*negative covenants*) são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos”²⁸⁴. (sem grifos no original)

Essa é a função dos *covenants* impostos pelos agentes financeiros, ou seja, proporcionar que monitorem e acompanhem o dia-a-dia da sociedade, certificando-se que a situação financeira se mantém saudável, sem comprometer o sucesso do projeto.

Como consequência, a imposição de obrigações baldias não deve ser tolerada, seja porque o inútil não aproveita a nenhum fim, seja porque podem, no limite, comprometer o regular funcionamento sociedade²⁸⁵.

Em certas circunstâncias o grau de ingerência dos *covenants* mostra-se excessivamente severo, e a esse respeito, pondera José Virgílio Lopes Enei:

“Não raramente, o rigor exigido é tanto que a esfera de ação da administração da empresa é reduzida a um papel meramente burocrata, no sentido de conduzir os negócios de acordo com as determinações minuciosamente impostas pelo financiador”²⁸⁶.

Sobre esse rigor, pondera Ricardo Ferreira Macedo “[...] ou bem o controlador formal chancela as decisões [...], ou bem corre o risco de ver a empresa e, portanto, o atendimento a todo e qualquer interesse que em torno dela gravite, inviabilizados”²⁸⁷.

O apontamento do autor conduz à inafastável conclusão de que os *covenants* ou obrigam o cumprimento de obrigações pelos agentes financeiros, ou proíbem comportamentos, salvo se prévia e expressamente autorizados.

²⁸⁴ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants: Instrumentos de Garantias em Project Finance*. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Revista/rev1106.pdf>. Acesso: 17 jul. 2013. p. 13-14.

²⁸⁵ É comum que os agentes financeiros façam exigências despropositadas, que nada influenciam nos riscos que desejam mitigar. Pode-se encontrar agentes financeiros que, preocupados com o risco de autuação de órgãos do trabalho, por exemplo, solicitem a comprovação de que os trabalhadores da obra recebem refeições todos os dias, de forma regular e adequada. Para tanto, exigem uma declaração formal, em periodicidade mensal, assinada pelos diretores com poderes, descrevendo as espécies, horários de refeições etc. Perceba: a sociedade patrocinadora deve cumprir tantas obrigações relevantes (não somente perante os agentes financeiros, mas perante várias outros agentes, direta ou indiretamente envolvidos no projeto) que acabam desprezando esse tipo de exigência, muitas vezes até sem má-fé. Nesse sentido, defende-se uma participação inteligente por parte dos agentes financeiros, que devem aferir o que realmente é relevante e filtrar o que pode ser cumprido sem colocar em risco o empreendimento. Mesmo assim, na maioria das vezes, os agentes financeiros insistem na manutenção de exigências como a citada, mesmo sabendo da baixa relevância e da tendência de serem inadimplidas.

²⁸⁶ *Op. cit.* p. 226.

²⁸⁷ *Op.cit.* 145.

Logo, os *covenants* viabilizam efetivo controle externo sobre a SPE, na medida em que a margem de liberdade dos controladores fica limitada aos rígidos parâmetros contratualmente fixados pelos agentes financeiros.

A propósito, e utilizando-se da classificação proposta por Carlos Celso Orcesi da Costa reproduzida no capítulo 1, o controle dos agentes financeiros por meio dos *covenants* pode ser classificado como controle externo, na subclassificação *contratual financeiro*²⁸⁸.

Em posição contrária é o pensamento de Modesto Carvalhosa, no sentido de que “o prévio consentimento do credor não pode ter por objeto matéria de interesse social ordinário”²⁸⁹, portanto, jamais configurará efetivo controle, senão mera influência sobre a gestão da companhia²⁹⁰.

O autor critica qualquer influência que ultrapasse esse rígido limite, e arremata:

“Dessarte, as convenções de prévio consentimento devem restringir-se unicamente aos interesses diretos do credor; interesses esses, no entanto, que devem sempre se coadunar com os da sociedade e não ofender as prerrogativas individuais asseguradas ao próprio acionista devedor”²⁹¹.

A despeito das censuras, e reconhecendo que a estrutura dos *covenants* não legitima o poder de controle *direto* dos agentes financeiros, é inegável que ela efetivamente restringe a capacidade de atuação dos controladores da SPE, que deverão atuar segundo as determinações descritas nos instrumentos contratuais e, portanto, nos termos impostos pelos agentes financeiros.

Ressalte-se que, no Financiamento de Projeto os interesses dos credores não ficam adstritos às questões de crédito, vão além, para alcançar todas as atividades da SPE, já que, em conjunto, impactam no projeto.

Assim, e por coerência a posicionamento já adotado neste trabalho, os *covenants* podem ser entendidos como verdadeiros instrumentos de controle.

Trata-se de controle externo indireto, eis que efetiva uma verdadeira dominação na condução da sociedade, ao impor o modo como os controladores internos (sejam os acionistas controladores – nos termos do artigo 116 da Lei das S.A. –, sejam os acionistas

²⁸⁸ *Op. cit.* p. 74.

²⁸⁹ *Op. cit.* v. 2. p. 438.

²⁹⁰ Relembre-se que o referido autor é contrário ao reconhecimento do controle não societário, conforme tratado no capítulo 1.

²⁹¹ *Op.cit.* v.2. p. 438.

que exercem o controle minoritário, sejam, ainda, os administradores, no exercício do controle gerencial) devem fazê-lo.

Numa tentativa de classificar o controle decorrente da utilização de *covenants*, pode-se enquadrá-lo como *controle externo indireto* dos agentes financeiros, na subclassificação *contratual*²⁹².

Como se poderá notar pelo estudo individualizado dessas obrigações, o objeto desses comandos imperativos frequentemente envolve numerosas condutas (ativas e passivas), motivo pelo qual o presente trabalho optou por indicá-las de maneira exemplificativa.

A respeito desse vasto universo no qual orbitam os *covenants*, interessante a constatação feita por Luiz Ferreira Borges, afirmando que, no âmbito do *Project Finance*, é muito comum a existência de contratos de financiamento com várias páginas, em sua maioria listando deveres que de ‘a’ a ‘z’, e reiniciando esta referência várias vezes²⁹³.

O fato é verídico e retrata o dia-a-dia daqueles que atuam na estruturação desse tipo de financiamento. Nesse particular, interessante abrir um portal dimensional para trazer o leitor à realidade daqueles que participam de longas e complexas discussões envolvidas nos Financiamentos de Projeto.

A estruturação desse tipo de financiamento pode demandar anos, considerada a data em que o empreendedor decide pelo projeto até que efetivamente consiga assinar o contrato de financiamento, quando, então, passará a dispor dos desembolsos²⁹⁴.

Isso decorre da natureza desse financiamento, afinal se trata de uma operação sofisticada, com excesso de partes, número elevado de contratos coligados, interesses conflitantes (financeiros, jurídicos, socioambientais, regulatórios, entre outros) e um objetivo comum, a implantação e operação do projeto.

As circunstâncias acima, por si só, implicam em documentos extensos, com elevado número de páginas. Nesse contexto, os advogados (que são muitos, representando, cada qual, um agente, entre os vários envolvidos) possuem um papel decisivo (e um desafio hercúleo), de compor os interesses de seus representados ao mesmo tempo em que

²⁹² Contratual porque se institui por meio de expressa previsão contratual.

²⁹³ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Project Finance e infra-estrutura: descrição e críticas*. *Op. cit.* p.123-134.

²⁹⁴ Existem casos, notadamente *greenfield project* de grande envergadura, cuja integral operação pode demandar mais de uma década.

endereçam os interesses dos demais agentes, redigindo contratos objetivos e técnicos, que sejam aceitos por todos²⁹⁵.

Especificamente em relação aos *covenants*, convém anotar aspecto curioso na técnica (ou de sua falta) no processo de redação dos mesmos, refletido no excesso de obrigações impostas pelos credores.

Assim, conforme mencionado acima e considerando que os *covenants*, em regra, são elencados por meio do uso de letras em ordem alfabética, e sendo o alfabeto limitado a vinte e seis caracteres, pode-se chegar ao absurdo de existir uma obrigação identificada como ‘zzz’²⁹⁶.

Ressalte-se que, o exagero no número de obrigações acaba gerando um cenário indesejado, pois algumas são muito semelhantes entre si e poderiam ser consolidadas, reduzindo o número de páginas e deixando o documento mais enxuto, coeso e seguro; já outras, por incrível que possa parecer, são autoexcludentes, gerando riscos adicionais à operação e aos envolvidos.

Feitas essas considerações gerais acerca do uso dos *covenants*, necessário investigar os delineamentos dessas obrigações, que podem se materializar na imposição de deveres positivos (de fazer ou *affirmative covenants*) ou negativos (de não fazer ou *restrictive covenants*).

A título meramente exemplificativo podem ser citadas como obrigações de fazer, o dever de manter em bom estado e em funcionamento os equipamentos que integram o empreendimento; a manter válido e em vigor o contrato de concessão e demais atos governamentais atrelados; contratar e manter seguros para cobertura dos riscos do projeto; atingir e manter determinados índices de endividamento, cobertura da dívida e liquidez; exibir e fornecer livros sociais, contratos dos projetos e outros documentos.

As obrigações de não fazer, por sua vez, normalmente estão relacionadas à limitação do grau de endividamento da sociedade e vedação a outros investimentos não relacionados ao projeto, contudo, podem englobar outros deveres como não alterar a

²⁹⁵ São diversas rodadas de negociações, ora com grupos menores, ora com grupos maiores; por vezes somente entre advogados, por outras com a participação dos clientes. O desafio está em compreender os interesses envolvidos, alocar os riscos, acomodar interesses e obter a aprovação dos respectivos signatários. Isso normalmente leva semanas, meses ou, em contextos de estresse, anos. Ressalte-se que, são vários os contratos que compõe a rede (capítulo 2), sendo o contrato de financiamento de longo prazo o principal deles e em torno do qual os demais gravitam, afinal, sem ele não há recursos para implantar o projeto.

²⁹⁶ A esse respeito, conferir notas anteriores, em que se descreve a insegurança dos agentes financeiros, que incluem diversas obrigações inúteis, sem relevantes efeitos práticos na mitigação de seus riscos no projeto. Isso rende um elevado número de obrigações, muitas delas repetidas e, no pior cenário, algumas excludentes entre si. Almeja-se tanta segurança e, em casos concretos, a falta de técnica acaba gerando novos riscos.

composição de capital social; não constituir ônus sobre qualquer de seus bens ou direitos; não fazer amortização, resgate ou conversão de ações de sua emissão; não promover dissolução, fusão, cisão ou incorporação, entre outras.

Sem a pretensão de sistematizar e esgotar o universo correspondente aos possíveis *covenants* no Financiamento de Projeto, como forma de ilustrar como as obrigações podem ser impostas pelos agentes financeiros, serão transcritas algumas cláusulas usualmente adotadas em contratos que regem essas operações.

3.2.1.1. *Covenants* usuais

Como já mencionado, os *covenants* (assim como os demais instrumentos que conferem controle aos financiadores externos no âmbito do Financiamento de Projetos) podem germinar no bojo de qualquer dos instrumentos contratuais celebrados entre a sociedade financiada e os agentes financeiros.

Todavia, por opção, as cláusulas aqui transcritas foram todas extraídas de contratos de abertura de crédito para financiamento mediante repasse de recursos oficiais, fornecidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, denominados *contratos de repasse*²⁹⁷.

Importante mencionar, ainda, que essas cláusulas foram selecionadas dentre várias outras disponíveis, por se entender que seriam suficientes para obter o fim almejado neste trabalho, consistente na demonstração do grau de ingerência que os agentes financeiros podem adquirir por meio desse mecanismo contratual.

A título de esclarecimento geral, as cláusulas foram reproduzidas na redação original. Dessa forma, algumas palavras estão grafadas em maiúsculo, por se tratarem de termos definidos (técnica comum em contratos), mas que não serão aqui reproduzidos²⁹⁸ por não trazer nenhum prejuízo à perfeita compreensão de seu conteúdo.

²⁹⁷ Anote-se que, os contratos de repasse que serviram de objeto para esta pesquisa reúnem financiamentos de três projetos hidrelétricos brasileiros recentes, Usina Hidrelétrica de Jirau (RO), Usina Hidrelétrica de Santo Antônio (RO) e Usina Hidrelétrica de Belo Monte (PA). Contudo, os *covenants* aqui reproduzidos foram extraídos unicamente do contrato de repasse relativo ao projeto de implantação da Usina Hidrelétrica Jirau Contrato de abertura de crédito para financiamento mediante repasse de recursos do BNDES n. 21/00398-X, relativo ao projeto de implantação da Usina Hidrelétrica Jirau, no Rio Madeira, Município de Porto Velho/RO, e o respectivo sistema de transmissão associado.

²⁹⁸ Nesse sentido, seguem apenas algumas definições relevantes à compreensão das cláusulas reproduzidas: “Projeto” significa o projeto financiado; “BNDES” significa Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, responsável por parte do financiamento ao projeto, seja direto ou indireto (via repasse); “Beneficiária” é a sociedade de propósito específico tomadora dos recursos e responsável pela

Por fim, foram realizados alguns comentários em determinados grupos de cláusulas, dentre outras finalidades, para ilustrar críticas já feitas quanto à técnica de redação, assim como, para comprovar o elevado grau de dominação dos agentes financeiros.

Para os fins deste estudo, pode-se conceber que as obrigações normalmente impostas se dividem em quatro principais grupos.

Dentro do primeiro grupo podem ser compreendidas aquelas condutas impostas para fiscalização e monitoramento dos agentes financeiros quanto à execução do projeto e à regularidade da sociedade patrocinadora, a exemplo das seguintes:

“na hipótese de ocorrer, em função do PROJETO, redução do quadro de pessoal da BENEFICIÁRIA durante o período de vigência do presente CONTRATO DE REPASSE, oferecer programa de treinamento voltado para as oportunidades de trabalho na região e/ou programa de recolocação dos trabalhadores em outras empresas, após ter submetido ao BNDES e aos AGENTES, para apreciação, documento que especifique e ateste a conclusão das negociações realizadas com a(s) competente(s) representação(ões) dos trabalhadores envolvidos no processo de demissão”

“cumprir o CONTRATO DE CONCESSÃO”

“apresentar até [o] o Contrato de Operação e Manutenção com operador previamente aprovado pelo BNDES e AGENTES”

“apresentar ao BNDES e aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, e manter em vigor após a ENTRADA EM OPERAÇÃO COMERCIAL do PROJETO, seguro patrimonial do PROJETO, contratado com seguradoras aceitáveis e em termos satisfatórios aos AGENTES e ao BNDES, bem como apresentar os comprovantes de pagamento da apólice. A apólice deverá conter previsão no sentido de que qualquer valor ou indenização seja depositado pela seguradora na CONTA SEGURADORA”

“apresentar ao BNDES e aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, sempre que estes assim o solicitarem, todo e qualquer comprovante do cumprimento das obrigações relativas às apólices dos seguros mencionados neste CONTRATO DE REPASSE”

implementação e manutenção do projeto; “Agentes” são os bancos responsáveis pelo repasse de recursos do BNDES; “Banco Líder” significa o banco representante do sindicato de agentes; “Contrato de Financiamento Direto” é o contrato de financiamento celebrado diretamente entre BNDES e Beneficiária e Intervenientes; “Contrato de Repasse” é o contrato de financiamento indireto, celebrado entre Agentes, Beneficiária e Intervenientes, no qual é regulado o repasse de recursos; “Intervenientes” são os acionistas da SPE.

“encaminhar quaisquer notificações de órgãos públicos referentes a aspectos materiais do PROJETO em no máximo 5 (cinco) dias úteis após o recebimento, e as respectivas respostas, em 5 (cinco) dias úteis do encaminhamento”

“obter e manter em vigor, durante todo o período do financiamento, todas as autorizações e licenças para o pleno funcionamento do PROJETO”

“comunicar aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, a ocorrência de qualquer decisão interlocutória ou sentença, quer em primeira instância, quer em outros graus de jurisdição, inclusive quanto ao deferimento de liminar ou tutela antecipada e ao julgamento de recursos já interpostos, bem como sobre a interposição de recursos e o ajuizamento de outras ações, e sendo tal comunicação efetuada mediante a apresentação de declaração da própria BENEFICIÁRIA, no prazo de 3 (três) dias úteis a contar da data em que a BENEFICIÁRIA teve conhecimento da existência de tal ação, recurso ou decisão judicial, podendo, ainda, os AGENTES exigir a apresentação de Certidões Cartorárias dos respectivos juízos, com relação aos seguintes processos: [Costuma-se elencar processos em tramite que possam impactar no Projeto]”

“Apresentar até [o] os Contratos de fornecimento e Contratos operacionais”

Nesse primeiro grupo há de se destacar a existência de um subgrupo de obrigações bastante relevante, consistente em deveres de caráter socioambiental que costumam demandar intensos esforços negociais, dada a relevância do tema.

Contudo, de tão relevante, costumam levar ao desastroso fenômeno aqui já relatado, do excesso de cláusulas sobre o mesmo assunto, por vezes culminando num emaranhado de comandos imperativos semelhantes (ou incompatíveis) entre si.

A fim de ilustrar, seguem algumas obrigações socioambientais inseridas no corpo de um mesmo contrato de repasse, sendo que os negritos promovidos procuram demonstrar o número de obrigações impostas no mesmo sentido. Já os sublinhados, a inconsistência de prazos no cumprimento de obrigações aparentemente idênticas.

“apresentar, até [o], a Licença de Operação do Projeto válida e vigente, oficialmente publicada, expedida pelo órgão competente, de âmbito estadual, integrante do SISNAMA ou, em caráter supletivo, pelo IBAMA”

“manter em situação regular suas obrigações junto aos órgãos do meio ambiente, segurança e medicina do trabalho, durante o período de vigência deste CONTRATO DE REPASSE”

“adotar, durante o período de vigência deste CONTRATO DE REPASSE, em observância à LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL, às condicionantes das licenças ambientais do PROJETO e aos PRINCÍPIOS DO EQUADOR, as medidas e ações destinadas a evitar ou corrigir danos e/ou impactos que possam ser causados em decorrência do PROJETO ao meio ambiente, segurança e medicina do trabalho e/ou a terceiros afetados pelo PROJETO”

“observar, durante o período de vigência deste CONTRATO DE REPASSE, o disposto na legislação aplicável às pessoas portadoras de deficiência”

“Adicionalmente, quanto às questões socioambientais:

a) atender e fazer que seus representantes, funcionários, prepostos, contratados, prestadores de serviços que a mando ou em favor da BENEFICIÁRIA, sob qualquer forma, operem na ou junto à atividade do PROJETO objeto deste CONTRATO DE REPASSE, atendam (i) a legislação ambiental brasileira aplicável, assim como de segurança e medicina do trabalho definidas nas normas regulamentadoras do Ministério do Trabalho e Emprego - MTE (“LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL”); bem como (ii) os PRINCÍPIOS DO EQUADOR e (iii) as condicionantes das licenças ambientais do PROJETO;

b) obter, produzir, apresentar e submeter às autoridades competentes, sempre no prazo e na forma determinada, todos os documentos, projetos, laudos, relatórios, autorizações, permissões, outorgas, licenças ambientais pertinentes ao procedimento administrativo de licenciamento ambiental do PROJETO, bem como à manutenção da regularidade das licenças ambientais, e de segurança e medicina no trabalho, definidas nas normas regulamentadoras do MTE, do PROJETO, fornecendo respectivas cópias ao BNDES e aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, sempre que solicitado com 5 (cinco) dias úteis de antecedência;

c) manter e fazer manter vigentes, cumpridos e atendidos, por si e por seus representantes, funcionários, prepostos, contratados, prestadores de serviços - que a mando ou em favor da BENEFICIÁRIA, sob qualquer forma, operem na ou junto à atividade do PROJETO objeto deste CONTRATO DE REPASSE, todos os termos e condições de todos os documentos, projetos, laudos, relatórios, autorizações, permissões, licenças e outros

pertinentes à observância da LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL;

*d) **cumprir e fazer cumprir**, por si e por seus representantes, funcionários, prepostos, contratados, prestadores de serviços que a mando ou em favor da BENEFICIÁRIA, sob qualquer forma, operem no, junto ao PROJETO objeto deste CONTRATO DE REPASSE, todos os critérios estabelecidos pelos Princípios do Equador vigentes, assim entendidos como o conjunto de políticas socioambientais para concessão de empréstimos (“PRINCÍPIOS DO EQUADOR”) disponíveis no site www.equator-principles.com/documents/Equator_Principles.pdf, de cujo conteúdo a BENEFICIÁRIA declara ter tomado conhecimento, bem como declara aceitá-los como parte integrante e inseparável deste CONTRATO DE REPASSE;*

e) elaborar, por si ou por terceiros, a seu critério, até a data da utilização da primeira liberação, de acordo com a Cláusula X, o Plano de Ação de que tratam os PRINCÍPIOS DO EQUADOR, contendo (se for o caso) um cronograma de medidas e ações para a adequação do PROJETO à LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL, aos PRINCÍPIOS DO EQUADOR e às condicionantes estabelecidas nas licenças ambientais do PROJETO (“PLANO DE AÇÃO”);

f) permitir o livre acesso dos AGENTES e do CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL aos documentos e informações relacionados ao atendimento das condicionantes das licenças ambientais do PROJETO, à LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL e aos PRINCÍPIOS DO EQUADOR, assim como às dependências do PROJETO, desde que seja feita solicitação prévia de 05 (cinco) dias úteis.

g) “informar ao BANCO LÍDER a existência de qualquer ação ou decisão judicial relacionada aos aspectos socioambientais do PROJETO, no prazo de 1 (um) dia útil a contar da data em que a BENEFICIÁRIA teve conhecimento da existência de tal ação ou decisão judicial. No caso de existência de qualquer processo ou decisão administrativa relacionada aos aspectos socioambientais do PROJETO, informar ao BANCO LÍDER no prazo de 3 (três) dias úteis a contar da data em que a BENEFICIÁRIA teve conhecimento da existência de tal ação ou decisão”

h) “não praticar qualquer ato visando a transferência da concessão outorgada para implantação do PROJETO, sem a prévia e expressa anuência do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER”

i) fornecer ao BNDES e ao BANCO LÍDER:

- (i) *cópia de todas as outorgas, autorizações e licenças ambientais do PROJETO e de seus pedidos de renovação e renovações concedidas e documentos relevantes do procedimento de licenciamento ambiental do PROJETO, incluindo mas não limitado a relatórios e pareceres técnicos acerca das condições, condicionantes e obrigações aplicáveis ao empreendimento, em até 5 (cinco) dias úteis de sua obtenção ou seu recebimento, sem prejuízo de, em igual prazo, fornecer outros documentos apresentados com a finalidade de se obter as licenças ambientais do PROJETO que venham a ser solicitados pelos CONSULTORES INDEPENDENTES;*
- (ii) ***em até 5 (cinco) dias úteis de seu recebimento, cópia de todo e qualquer auto, termo ou relatório de vistoria, fiscalização, lavrado por autoridade pública competente, relativos ao meio ambiente e à segurança e medicina do trabalho, desde que, individual ou coletivamente, possa(m) implicar em paralisação da obra, suspensão das licenças ambientais do PROJETO, e/ou que determine(m) a imposição de sanções de natureza administrativa pelos órgãos ambientais e de segurança e medicina do trabalho competentes que possam atrasar e/ou causar impacto no cronograma do PROJETO;***
- (iii) ***informar ao BANCO LÍDER, em até 5 (cinco) dias úteis da ocorrência, sobre qualquer ato, fato ou omissão que possa implicar em paralisação da obra, suspensão das licenças ambientais do PROJETO, e/ou que determine a imposição de sanções de natureza administrativa pelos órgãos ambientais e de segurança e medicina do trabalho competentes que possam atrasar e/ou causar impacto no cronograma do PROJETO, inclusive eventuais invasões, esbulho, turbacão ou ameaça à posse livre e desembaraçada das áreas objeto do PROJETO;***
- (iv) *a partir da data da assinatura deste CONTRATO DE REPASSE, enviar, semestralmente, ao BANCO LÍDER, no prazo de 3 (três) meses após a entrega do RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO SOCIOAMBIENTAL ou suas respectivas revisões, um relatório gerencial de avaliação socioambiental elaborado pela BENEFICIÁRIA (“RELATÓRIO GERENCIAL DE AVALIAÇÃO SOCIOAMBIENTAL”), o qual deverá informar o status de cumprimento das medidas e ações previstas no PLANO DE AÇÃO e eventuais ações de adequação entendidas como necessárias para adequação do PROJETO aos PRINCÍPIOS DO EQUADOR, consideradas eventuais atualizações destes, e às condicionantes estabelecidas nas licenças ambientais do PROJETO (“AÇÃO DE ADEQUAÇÃO”), nos termos do ANEXO X;*

- (v) *Os AGENTES poderão questionar o conteúdo do RELATÓRIO GERENCIAL DE AVALIAÇÃO SOCIOAMBIENTAL, no caso de descumprimento da LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL, dos PRINCÍPIOS DO EQUADOR, consideradas eventuais atualizações destes, e das condicionantes estabelecidas nas licenças ambientais do PROJETO ou se julgarem que faltam informações relevantes a serem indicadas pelos AGENTES relacionadas ao atendimento das normas acima referidas;*
- (vi) *a BENEFICIÁRIA visando atender à LEGISLAÇÃO SOCIOAMBIENTAL, aos PRINCÍPIOS DO EQUADOR, consideradas eventuais atualizações destes, e às condicionantes estabelecidas nas licenças ambientais do PROJETO, deverá (i) ajustar suas práticas socioambientais por meio de AÇÃO DE ADEQUAÇÃO; (ii) apresentar informações complementares, e/ou (iii) apresentar justificativas razoáveis;*
- (vii) *A AÇÃO DE ADEQUAÇÃO será proposta pela BENEFICIÁRIA em até 60 (sessenta) dias do questionamento pelos AGENTES e/ou CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL, e será aprovada pelo CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL, quanto às medidas propostas e ao prazo de implementação, em até outros 30 (trinta) dias. O prazo para implementação da AÇÃO DE ADEQUAÇÃO será suspenso em caso fortuito ou de força maior, conforme o caso, o qual será informado pela BENEFICIÁRIA ao BANCO LÍDER tão logo seja identificado, com a indicação do novo prazo para conclusão da implementação da AÇÃO DE ADEQUAÇÃO. Os AGENTES poderão questionar o novo prazo indicado pela BENEFICIÁRIA, e caberá ao CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL defini-lo, na ausência de consenso entre os AGENTES e a BENEFICIÁRIA”*

Ainda em relação aos sublinhados, chamam atenção as cláusulas que trazem prazos distintos para o dever de comunicação de decisões de caráter socioambiental relativas ao Projeto, pois o mesmo deverá ser cumprido em um dia, se elas forem decorrentes de processos e decisões judiciais, mas em três dias, caso se trate de ato de natureza administrativa.

No segundo grupo encontram-se as obrigações que visam a evitar problemas na saúde financeira da sociedade tomadora, bem como no desenvolvimento do projeto, mitigando, com isso, os riscos de inadimplência da dívida. Essas obrigações dizem

respeito, fundamentalmente, a índices que medem endividamento, cobertura da dívida, amortização entre outros fatores.

Além disso, nesse grupo é exigida a prestação de informações relativas a dados financeiros e ativos da SPE e do fluxo de recebíveis do projeto, bem como imposto o dever de manutenção ou reforço das garantias do financiamento.

Trata-se, como se demonstrará, de um conjunto de obrigações que garantem um compromisso total com a transparência na gestão, com um rígido sistema de governança corporativa e balanços auditados, incluindo a contratação de terceiros para certificar com imparcialidade e credibilidade os eventos contratuais.

Dentre essas obrigações, encontram-se as seguintes:

“manter, durante todo o período de amortização deste CONTRATO DE REPASSE, ICSD de, no mínimo, [o], conforme metodologia de cálculo constante do Anexo X ao presente CONTRATO DE REPASSE”²⁹⁹

“manter, durante todo o período do financiamento, índice de capitalização (Patrimônio Líquido/Ativo Total) igual ou superior a [o] % até [o], e igual ou superior a [o] no período superveniente”

“apresentar anualmente, até o dia 30 de abril, demonstrações financeiras relativas ao exercício anterior, auditadas por empresa independente registrada na Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), contemplando em suas notas explicativas o cumprimento dos índices impostos neste CONTRATO DE REPASSE, bem como apresentar trimestralmente, se solicitado pelos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, demonstrações financeiras trimestrais, não auditadas”

“apresentar anualmente, até o dia 30 do mês de outubro, demonstrações contábeis referentes ao semestre findo em 30 de junho, revisadas por empresa independente registrada na CVM, para fins de comprovação do cumprimento dos índices impostos neste CONTRATO DE REPASSE”

“manter recursos na CONTA-RESERVA DO SERVIÇO DA DÍVIDA e na CONTA-RESERVA DE O&M, na forma do CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DE CONTAS, a partir de [o] e até a liquidação deste CONTRATO DE REPASSE”

²⁹⁹ ICSD é a sigla correspondente ao índice de cobertura de serviço da dívida, referente ao cálculo que leva em consideração a geração de caixa da atividade e o serviço da dívida.

“manter as garantias previstas neste CONTRATO DE REPASSE em vigor até final liquidação de todas as suas obrigações decorrentes deste CONTRATO DE REPASSE”

“oferecer em garantia ao BNDES e aos AGENTES, caso estes solicitem, quaisquer ativos e recebíveis supervenientes do PROJETO”

“depositar na CONTA-RESERVA DO SERVIÇO DA DÍVIDA e na CONTA-RESERVA DE O&M, reguladas no CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DE CONTAS, os recursos recebidos na forma da Cláusula X”

“informar aos AGENTES, no prazo de 3 (três) dias úteis do recebimento, sobre qualquer comunicação feita às seguradoras interessadas sobre a ocorrência de sinistro ou incidente relativo ao PROJETO, nos termos das apólices referidas na Cláusula X”

“manter os AGENTES informados, imediatamente, sobre a ocorrência de qualquer descumprimento de obrigações assumidas nos termos deste CONTRATO DE REPASSE e de seus instrumentos de garantia e as medidas (se houver) que estejam sendo tomadas para remediar tal situação; ou mediante solicitação sobre sua situação técnica, econômica e financeira e, quando exigido, fornecer relatórios, informações e demonstrativos; e sobre a existência de qualquer processo ou procedimento, judicial, administrativo ou arbitral com relação ao PROJETO, e enviar-lhe cópias de toda a documentação relacionada com o respectivo litígio”

“manter todos os seus ativos em boas condições e aptos para o uso a que se destinam”

O objetivo dos financiadores externos na imposição desses *covenants*, como se vê, é evitar riscos na saúde do empreendimento, bem como antecipar a constatação de sinais de anormalidades que possam comprometer a capacidade de pagamento da sociedade tomadora e a geração de fluxo de caixa pelo Projeto, viabilizando a rápida tomada de medidas reparatórias e mitigatórias, conforme o caso.

Nesse grupo de obrigações é muito comum encontrar comandos imperativos negativos, atribuindo à sociedade financiada deveres negativos ou *restrictive covenants*, consistentes em atos que não podem ser praticados durante a vigência do contrato de financiamento.

Abaixo seguem algumas dessas obrigações de não fazer, todas elas ressaltando o nível de ingerência dos agentes financeiros na condução da sociedade, sendo que algumas

delas se caracterizam por, ao mesmo tempo, vedar determinado comportamento e, ato contínuo, autorizá-lo de forma condicionada, ou seja, mediante prévia e expressa anuência dos agentes financeiros.

*“**não** ceder, onerar, nem vincular, em favor de outro credor, a receita cedida ao BNDES e AGENTES por força do financiamento do PROJETO”*

*“**não** realizar distribuição de dividendos e/ou pagamento de juros sobre capital próprio, cujo valor, isoladamente ou em conjunto, supere [o] % do lucro líquido do exercício anterior, **sem prévia e expressa autorização do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER**”*

*“**não** alterar a conta do vendedor dos Contratos de Compra e Venda de [o], **sem prévia e expressa anuência do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER**”*

*“**não** constituir, salvo autorização prévia e expressa do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, garantias de qualquer espécie em operações com outros credores, excetuando-se as garantias (a) mencionadas na Cláusula X, compartilhadas com o BNDES na OPERAÇÃO DIRETA; e (b) relativas aos empréstimos para atender aos negócios de gestão ordinária da BENEFICIÁRIA ou com a finalidade de mera reposição ou substituição de material;*

*“**não** conceder preferência a outros créditos, **não** fazer amortização de ações, **não** emitir debêntures, partes beneficiárias ou qualquer outro valor mobiliário, exceto ações ordinárias a serem subscritas pelos INTERVENIENTES na ocorrência de um evento de capitalização ordinário ou de um evento de capitalização extraordinário, conforme definido no CONTRATO DE SUPORTE PARA INSUFICIÊNCIAS, **nem** assumir novas dívidas, exceto dívidas para atender aos negócios de gestão ordinária da BENEFICIÁRIA ou com a finalidade de mera reposição ou substituição de material, **sem prévia autorização do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER**”*

*“**não** efetuar outros investimentos que não os relacionados diretamente ao PROJETO, **sem prévia anuência do BNDES e AGENTES, por meio do BANCO LÍDER**”*

*“**não** firmar contratos de mútuo com seus acionistas, diretos ou indiretos, e/ou com pessoas físicas ou jurídicas componentes do grupo econômico a que pertença a BENEFICIÁRIA e/ou seus acionistas, excetuando-se o CONTRATO DE FINANCIAMENTO*

*DIRETO e os negócios jurídicos expressamente permitidos neste CONTRATO DE REPASSE, bem como **não** efetuar redução de seu capital social até a final liquidação de todas as obrigações assumidas decorrentes deste CONTRATO DE REPASSE, sem prévia e expressa anuência do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER”*

*“**não** rescindir e nem alterar os CONTRATOS DO PROJETO, sem prévia e expressa anuência do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, no tocante a prazos, preços, escopo e responsabilidades, sendo que quaisquer outras alterações nos referidos contratos **deverão ser comunicadas** ao BNDES e ao BANCO LÍDER”*

*“**não** constituir penhor ou gravame sobre os direitos creditórios dados em garantia ao BNDES e aos AGENTES, **sem a prévia autorização destes, sob pena de vencimento antecipado** deste CONTRATO DE REPASSE”*

Por sua vez, o terceiro grupo abrange obrigações relacionadas ao cronograma das obras do projeto, por meio das quais há verdadeira limitação dos controladores na gestão da sociedade patrocinadora, ficando rigidamente vinculados ao cumprimento de etapas na implantação do projeto conforme os prazos fixados, sob pena de suspensão de desembolsos, ou até mesmo ao vencimento antecipado do financiamento.

Enquadram-se aqui todas aquelas obrigações capazes de evitar, ou ao menos mitigar, os riscos de não implantação do empreendimento e, consequência direta, de inadimplência da dívida, a exemplo das seguintes:

“aplicar os recursos recebidos de acordo com o QUADRO DE USOS E FONTES e unicamente na execução do PROJETO”

“aportar os recursos próprios previstos para a execução do PROJETO, nos montantes e prazos definidos no QUADRO DE USOS E FONTES, bem como, em sua totalidade, os recursos necessários à cobertura de eventuais insuficiências ou acréscimos do orçamento global do PROJETO, conforme o disposto no CONTRATO DE SUPORTE PARA INSUFICIÊNCIAS”

*“comprovar o atendimento dos seguintes marcos físicos nos prazos especificados, os quais poderão ser prorrogáveis por mais [o] dias para cada marco físico, de forma não cumulativa, **a critério do BNDES e dos AGENTES**, mediante simples comunicação, independentemente de outra formalidade ou registro, mantendo-se*

inalteradas as datas dos marcos físicos seguintes: [quadro de marcos físicos e prazos]”

“submeter aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, para exame e aprovação, no prazo de até [o] dias contado da data da liberação da última parcela do crédito, relatório de conclusão do PROJETO, conforme modelo a ser fornecido pelo BANCO LÍDER”

“apresentar ao BNDES e aos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, trimestralmente, relatório gerencial sobre a evolução física e financeira do PROJETO (“RELATÓRIO GERENCIAL”), cujo conteúdo deverá englobar, no mínimo, o cumprimento das exigências técnicas constantes dos licenciamentos, cronogramas, metas atingidas, novos impactos verificados, medidas mitigadoras e demais fatos relevantes, bem como o atingimento dos marcos físicos estabelecidos neste CONTRATO DE REPASSE, observadas as condições mínimas previstas no Anexo X”

“comprovar, previamente à liberação de cada parcela do crédito subsequente à primeira, a correta aplicação da parcela anteriormente utilizada, bem como o aporte de recursos da correspondente contrapartida, nos valores previstos no QUADRO DE USOS E FONTES”

“solicitar aprovação do BNDES e dos AGENTES, por meio do BANCO LÍDER, para qualquer modificação, suspensão ou mudança no escopo do PROJETO”

“comunicar prontamente ao BANCO LÍDER qualquer ocorrência que importe em modificação do PROJETO ou do QUADRO DE USOS E FONTES, indicando as providências que julgue devam ser adotadas”

“permitir o acompanhamento do planejamento e cumprimento dos cronogramas e a ampla fiscalização e/ou inspeção das obras do PROJETO pelos representantes dos AGENTES, ou por quem estes venham a indicar, que poderão acompanhar os testes e ter acesso, a qualquer tempo, ao PROJETO, aos locais onde as obras serão executadas, aos desenhos, matrizes, especificações ou quaisquer outros documentos técnicos que estejam diretamente ligados ao PROJETO”

“encaminhar sempre que solicitado pelo BANCO LÍDER, bem como pelo consultor socioambiental independente (“CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL”) e engenheiro independente (“ENGENHEIRO INDEPENDENTE”, e, em conjunto com o CONSULTOR SOCIOAMBIENTAL, “CONSULTORES INDEPENDENTES”), cópia de todos os documentos relacionados ao PROJETO que vierem a ser solicitados por esses, inclusive

relatórios de progresso, certificados e medições relativas aos CONTRATOS DO PROJETO”

Por fim, o quarto e último grupo contempla os deveres que visam a assegurar um fluxo de receitas previsível durante toda a vigência do financiamento, garantindo que o mesmo seja devidamente adimplido.

Relembre-se que, no Financiamento de Projetos, os recursos provenientes da exploração do próprio projeto constituem a fonte primária para a liquidação da dívida.

Diante disso, são *covenants* usualmente adotadas com tal finalidade:

“Apresentar até [o]:

(i) Cópia autenticada ou digitalizada dos contratos de compra e venda de [produto ou serviço a ser produzido pelo Projeto] firmados pela BENEFICIÁRIA, depois de formalizados e homologados pelos órgãos reguladores do setor;

(ii) Cópia autenticada ou digitalizada dos Contratos de Constituição de Garantia de Pagamento dos contratos de compra e venda mencionados na alínea anterior, onde deverá constar como conta do vendedor a mesma conta indicada como sendo a CONTA CENTRALIZADORA, conforme disposto no CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DE CONTAS;

(iii) Notificações a respeito da cessão fiduciária dos direitos creditórios para os compradores de [o], conforme disposto no CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DE CONTAS; e

(iv) Cópia das apólices dos seguros mencionados na Cláusula [o], e dos respectivos comprovantes de pagamento dos prêmios, assim como os demais seguros pertinentes para a implantação do PROJETO”

“apresentar até [o] as notificações das respectivas contrapartes dos CONTRATOS DO PROJETO e comprovação do respectivo consentimento, a respeito da cessão condicional dos mesmos aos AGENTES”

“notificar qualquer outra pessoa contra a qual a BENEFICIÁRIA detenha direitos creditórios, para que os créditos sejam depositados exclusivamente na CONTA CENTRALIZADORA”

“no caso de obtenção de receita adicional, além daquela oriunda dos Contratos de Compra e Venda de [o], ceder fiduciariamente a

referida receita, notificando seus compradores da cessão fiduciária em favor do BNDES e dos AGENTES e instruindo-os, em caráter irrevogável e irretratável, a efetuarem os pagamentos devidos na CONTA CENTRALIZADORA mencionada no CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DE CONTAS”

A previsibilidade de receitas do empreendimento, inerente às obrigações desse quarto grupo, é algo tão essencial na estruturação de um *Project Finance* que, muitas vezes, a imposição dessas obrigações deixa de ser feita como mero *covenant* (obrigação de fazer futura), e assume a natureza de condição suspensiva dos desembolsos.

Assim, podem os agentes financeiros impor a confirmação de garantia do fluxo de receitas futuras do Projeto, por exemplo, exigindo a celebração e apresentação de certos contratos que regulam a compra e venda do produto ou serviço do projeto, como condição suspensiva de desembolso das parcelas do financiamento³⁰⁰.

Logo, pode ocorrer que, mesmo sem inadimplência de nenhuma das outras obrigações impostas, a sociedade patrocinadora deixe de contar com recursos para prosseguir na implementação do projeto em razão do descumprimento de condições suspensivas.

Por mais exagerado que isso possa parecer num primeiro momento trata-se de estrutura justificada em face da natureza dessa modalidade de financiamento, no qual a viabilidade do projeto se demonstra, sobretudo, por sua capacidade de geração de caixa.

3.2.1.2. Inadimplemento de *covenants*

Embora se avenge sobre o grau de rigidez das cláusulas que estabelecem obrigações de fazer e não fazer à sociedade patrocinadora, os agentes financeiros podem, por vezes, autorizar que determinadas obrigações por eles impostas deixem de ser cumpridas.

Melhor explicando, ao redigir os *covenants*, principalmente em função do espírito que rege a função dos mesmos no Financiamento de Projetos, é possível que os agentes financeiros já prevejam expressamente que certas obrigações deixem de ser cumpridas, em razão de situações excepcionais.

³⁰⁰ Nos casos de projetos relacionados à implantação e exploração de hidrelétricas, por exemplo, exige-se a apresentação de contratos de compra e venda de energia futura. Assim, mesmo antes de construída a usina e do início de produção de energia, a sociedade patrocinadora do projeto já deve celebrar contratos de venda de energia, garantindo aos agentes financeiros o fluxo de recebíveis com as futuras vendas.

Assim, por exemplo, a proibição de contrair novas dívidas pode deixar de ser atendida quando, comprovadamente, sua assunção for necessária ao regular funcionamento da SPE ou à manutenção e operação do próprio projeto. Para os demais casos, permaneceria vigente a regra geral de vedação, sujeita ao consentimento prévio e expresso dos agentes financeiros, diante do caso concreto.

Isso pode ser depreendido de algumas cláusulas reproduzidas acima, capazes de demonstrar que o cumprimento dos *covenants*, por vezes, pode ser flexibilizado³⁰¹.

Em regra, contudo, a inobservância de obrigações impostas pelos agentes financeiros costuma gerar penalidades, que podem ser das mais diversas ordens, a depender de vários fatores, como, por exemplo, a natureza da obrigação descumprida, o impacto da mesma sobre o projeto e serviço da dívida, a reiteração no descumprimento, entre outros.

Assim, a depender das circunstâncias, é possível que determinado inadimplemento obrigacional venha a ser perdoado pelos agentes financeiros, podendo até mesmo obter prazos adicionais para seu atendimento. Fala-se, aqui, em pedidos de excepcionalidade por parte da sociedade financiada.

Embora os agentes financeiros possam prorrogar prazos originariamente estipulados e não observados, ou anuir com o descumprimento de determinadas obrigações impostas (*waivers*), isso ocorre a seu exclusivo critério, podendo depender de outras condições no caso concreto.

Da mesma forma, determinados *covenants* não cumpridos podem gerar outros resultados, por exemplo, a suspensão de novos desembolsos de recursos pelos agentes financeiros.

Ressalte, todavia, que essa consequência é medida de caráter excepcional, haja vista os reflexos que pode acarretar ao projeto, aos demais agentes e aos diversos interesses envolvidos, motivo pelo qual normalmente é legitimada no rol de condições suspensivas já descritas no contrato de financiamento³⁰².

³⁰¹ A referida flexibilização também pode decorrer do já relatado fenômeno relativo ao excesso/inconsistência das obrigações impostas que, por vezes, chegam a inviabilizar o próprio cumprimento das mesmas. Assim, havendo incompatibilidade invencível, pode uma das cláusulas deixar de ser atendida para que outra, mais relevante, o seja.

³⁰² A ausência de desembolso em desobediência ao cronograma estipulado, especialmente se fora das hipóteses que a legitimam, sujeita os agentes financeiros à reparação dos danos que de sua conduta possam resultar, observado o regime de responsabilidade estabelecido em lei.

Em casos mais graves, por sua vez, o descumprimento de uma obrigação pode ensejar a medida mais drástica possível no âmbito do Financiamento de Projeto, qual seja, a decretação de vencimento antecipado, com a imediata exigibilidade da dívida e possibilidade de excussão das garantias necessárias ao seu perfeito adimplemento.

Por óbvio, a decisão de vencer a dívida ou mesmo de suspender desembolsos não interessa aos agentes financeiros, pois impacta direta e prejudicialmente na regular evolução do projeto e, conseqüentemente, compromete a geração de receitas que, em última instância, foram levadas em conta como necessárias e suficientes para pagamento integral do financiamento.

Diante disso, não é incomum que os agentes financeiros renunciem ao direito de executar determinados *covenants*, ou melhor, de executar a consequência deles originária (vencer antecipadamente a dívida ou suspender os desembolsos, por exemplo), optando por acionar cláusulas de outra natureza, também previstas nos contratos, a exemplo daquelas que sejam capazes de lhes assegurar ingerência direta na sociedade.

Isto mesmo, embora as obrigações de fazer e não fazer já representem, por si só, ferramentas de controle dos agentes financeiros sobre a sociedade financiada (controle externo contratual indireto), muitas vezes podem se mostrar insuficientes no comando da sociedade, uma vez que, descumpridas, podem gerar, no máximo o vencimento antecipado, mas não a intervenção direta dos agentes financeiros na sociedade.

Essa intervenção direta somente é possível por intermédio de instrumentos que confirmam *status* de acionista, como o mecanismo do usufruto de ações, da titularização de ações de classe especial e dos *step-in rights* de controle, que serão vistos adiante.

3.2.2. Estrutura de Garantias

Antes de adentrar o estudo das garantias como forma de conferir controle aos agentes financeiro é importante contextualizá-las no Financiamento de Projetos.

E nessa tarefa, ganha destaque a função que as garantias desempenham nessa modalidade de colaboração financeira, pois se distingue da função que normalmente exercem em financiamentos em geral.

No *Project Finance*, eventuais garantias oferecidas pela sociedade patrocinadora do projeto ou por seus acionistas acabam tendo sua exequibilidade relativizada, em razão da lógica que permeia essa modalidade de financiamento.

Isso é assim especialmente nas garantias sobre imóveis e ativos do projeto, pois esses são essenciais na viabilização do mesmo, o que acaba desincentivando o processo de excussão por parte dos credores. Além disso, esses ativos normalmente valem menos do que a dívida quando considerados individualmente, e eventual processo de excussão poderia potencializar o prejuízo dos agentes financeiros garantidos³⁰³.

Portanto, diferente dos financiamentos convencionais, nos quais o credor busca garantias com a intenção de executá-las para quitação de sua dívida, no Financiamento de Projeto, essa intenção vem em segundo plano.

Assim, a constituição de algumas garantias no âmbito do projeto se presta muito mais como elemento de pressão dos agentes financeiros para impor à sociedade financiada e seus acionistas a tempestiva e adequada implantação e operação do Projeto.

As de natureza real garantem esse propósito mediante a manutenção dos bens e direitos gravados em posse da sociedade, que irá utilizá-los exclusivamente para a implantação do projeto. Já as garantias pessoais, colocam os acionistas e fiadores numa situação delicada, uma vez que a chamada dessas garantias pode levá-los à insolvência, dados os altos volumes de recursos envolvidos.

Sem a pretensão de esgotar o assunto ou adentrar os aspectos relativos à excussão das garantias, até porque não é objeto do presente, serão indicadas as principais garantias instituídas no âmbito dos Financiamentos de Projetos, exclusivamente para, ao final, apontar aquelas que podem configurar mecanismo de controle dos agentes financeiros.

3.2.2.1. Garantias adotadas no Financiamento de Projeto

Os Financiamentos de Projeto³⁰⁴ comportam garantias de natureza pessoal ou real.

Dentre as garantias pessoais estão os tradicionais aval e fiança.

Já no rol de garantias reais, podem ser citadas diversas, como hipoteca ou alienação fiduciária em garantia sobre o imóvel no qual será erigido o estabelecimento e instalado seus maquinários; penhor ou alienação fiduciária sobre os ativos do projeto e sobre as

³⁰³ As garantias funcionam quando tudo corre bem com o projeto. Porém, em caso de necessidade de excussão, vários problemas se revelam, envolvendo a renegociação e a recuperação do crédito, que depreciam enormemente o retorno dos encargos e do principal emprestado, além de afetar diretamente a credibilidade na conclusão do projeto.

³⁰⁴ A referência se faz ao Financiamento de Projeto *limited recourse*. A distinção realizada no capítulo 2 relativamente aos financiamentos *non recourse* e *limited recourse* é relevante especialmente em razão do reflexo dessa classificação na constituição de garantias.

ações da sociedade patrocinadora; cessão fiduciária dos direitos decorrentes do projeto entre outras.

Ressalte-se que, todas as garantias são relevantes, contudo, os agentes financeiros apontam como principal garantia nesse tipo de operação, a cessão fiduciária dos direitos emergentes do projeto afinal, como exaustivamente transcrito em diversas passagens, o *Project Finance* pressupõe o autofinanciamento do projeto.

No rol dessas garantias, relacionam-se diretamente ao poder de controle dos agentes financeiros o penhor, a alienação fiduciária e o usufruto sobre as ações de emissão da sociedade financiada, motivo pelo qual serão aqui analisadas.

3.2.2.1.1. Penhor e alienação fiduciária sobre as ações

Essas garantias reais são previstas no artigo 113 da Lei das S.A., sendo sua constituição regulada, respectivamente, pelos artigos 1361 a 1368-A e 1431 a 1472 do Código Civil, e pelo artigo 66-B da Lei n. 4.728/65, conforme alterada.

O penhor caracteriza-se por ser o direito real de garantia, constituído, em regra, mediante transferência da posse de um bem móvel ou suscetível de mobilização, realizada pelo devedor ou terceiro ao credor³⁰⁵.

A alienação fiduciária, por sua vez, consiste na efetiva transferência feita pelo devedor ao credor da propriedade resolúvel e da posse indireta de um bem móvel ou imóvel³⁰⁶.

O artigo 113 da Lei Societária prevê que o penhor e a alienação fiduciária sobre as ações não impedem que o acionista exerça seu direito de voto, ou seja, essas modalidades de garantia não conferem ao credor pignoratício/fiduciário o exercício dos direitos sobre as ações. Logo, não confiam aos credores garantidos a possibilidade de exercer poder de controle (interno) sobre a sociedade.

Todavia, esse artigo contempla a possibilidade do credor exercer direito de veto em certas deliberações, desde que isso tenha sido prévia e expressamente pactuado no respectivo contrato de constituição de garantia³⁰⁷.

³⁰⁵ Art. 1431 e seguintes do Código Civil.

³⁰⁶ Art. 1361 e seguintes do Código Civil. (ver ainda Art. 66-B Lei n. 4.728/65 e Lei n. 9.514/97).

³⁰⁷ 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.

Assim, fica evidente que tal modalidade de garantia real revela um importante mecanismo de controle externo em favor dos agentes financeiros, que podem elencar matérias que ficarão sujeitas ao seu veto, podendo, com isso, assumir a condução determinante na referida sociedade, de verdadeiro controlador.

Atento a possibilidade do controle externo, Fábio Konder Comparato assevera:

“Tais deliberações, geralmente dizem respeito à alienação ou oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado. 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. **O credor caucionário pode, assim, tal a extensão e o alcance das estipulações de voto do contrato de caução, assumir uma posição predominante na sociedade, como autêntico controlador**”³⁰⁸ (sem grifos no original)

Esse não é o pensamento de Modesto Carvalhosa, para quem as matérias sujeitas a veto do credor não podem ter por objeto conteúdo de interesse social ordinário, conforme se depreende pelo trecho reproduzido:

“Apenas as matérias que possam modificar o estado patrimonial ou institucional da companhia é que podem ser passíveis de sujeição ao consentimento do credor para o exercício de voto pelo acionista devedor ou garantidor”³⁰⁹.

Embora se deva admitir que o objetivo dos financiadores externos esteja preservado com a possibilidade de escolha das matérias adstritas ao aspecto patrimonial da sociedade patrocinadora, o fato é que não há nenhuma limitação material na Lei Societária que o impeça de vetar matérias de outra natureza.

Como consequência, os financiadores externos costumam elencar várias matérias sujeitas a seu consentimento prévio, a exemplo do aumento de capital social, eleição de administradores, eleição de conselhos fiscais, criação de ações preferenciais entre outras.

Diante do exposto, pode-se classificar o penhor e a alienação fiduciária de ações como mecanismos de *controle externo indireto* dos agentes financeiros, na

³⁰⁸ *Op. cit.* 4.ed. p. 64.

³⁰⁹ *Op. cit.* v.2. p. 437.

subclassificação *legal-contratual*³¹⁰, efetivando-se fora da estrutura acionária da sociedade emissora das ações objeto de garantia.

3.2.2.1.2. Usufruto sobre as ações

Situação distinta ocorre no usufruto sobre as ações, modalidade de garantia real, prevista no artigo 114 da Lei das Sociedades Anônimas e regulada pelos artigos 1390 a 1411 do Código Civil.

O usufruto é um direito real de gozo por excelência, dando ao usufrutuário o domínio útil do bem.

Desse modo, e em linha com expressa previsão do artigo 114 da Lei Societária os usufrutuários passam a deter o direito de exercer o voto das ações gravadas em seu favor se assim regulado no contrato de constituição do referido gravame³¹¹.

Aqui o credor garantido não possui um mero direito de veto, mas sim verdadeiro direito político sobre a SPE, já que pode efetivamente votar nas deliberações.

Nesse sentido, o usufruto, diferentemente das demais modalidades de garantia real vistas acima, tem aptidão para atribuir controle interno aos agentes financeiros, conferindo-lhes a possibilidade de exercer o direito de voto no âmbito da assembleia, nos termos do artigo 116 da Lei Societária.

Tem sido comum na estruturação do *Project Finance* a instituição do usufruto sob condição suspensiva, modalidade conhecida como usufruto condicional de ações. Nesse formato, condiciona-se o efetivo gozo das ações (ou seja, o exercício dos direitos políticos) à ocorrência de inadimplemento perante os agentes financeiros.

Assim, enquanto tal condição suspensiva não se efetiva, o usufruto não se implementa, em observância à sistemática imposta pelo artigo 125 do Código Civil³¹².

Logo, no usufruto condicional de ações, uma vez implementada a condição suspensiva, fica a critério exclusivo dos agentes financeiros optarem pelo direito de voto e, consequentemente, pelo exercício do poder de controle da sociedade³¹³.

³¹⁰ Legal-contratual porque decorre de expressa previsão *legal* a possibilidade de sujeitar o voto dos acionistas a determinados vetos impostos *contratualmente* pelo credor garantido. Ou seja, decorre de lei, mas efetiva-se nos termos contratuais.

³¹¹ Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário.

³¹² Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

Nesse diapasão, o usufruto de ações (condicional ou não) pode ser classificado como forma de *controle interno direto* em favor dos agentes financeiros, na subclassificação *legal-contratual*.

Exclusivamente a título especulativo, pode-se propor um aprofundamento que levaria a conclusão da possibilidade de controle interno dos agentes financeiros garantidos por alienação fiduciária de ações, mesmo sem usufruto.

Isso seria possível no contexto de inadimplência, e consequente consolidação da propriedade das ações alienadas fiduciariamente em nome dos credores, pois nessa hipótese eles passariam a assumir a propriedade plena das mesmas, agindo como legítimos titulares, exercendo todos os direitos a ela inerentes, inclusive os políticos.

Contudo, a assertiva merece ser analisada com ressalvas, haja vista as regras da ordenação jurídica vigente no tocante à excussão de garantias, vedando a apropriação definitiva pelo credor do bem oferecido em garantia.

Essa vedação ao pacto comissório está expressa no artigo 1428, *caput* do Código Civil³¹⁴, e tem como fundamento impedir que o devedor, como parte hipossuficiente do negócio, possa ser obrigado a autorizar o credor a ficar com o bem objeto da garantia³¹⁵.

Diante disso, o credor fiduciário poderá assumir apenas provisoriamente a titularidade das ações, não para se tornar proprietário definitivo e com isso liquidar a dívida, mas sim para preservar as ações e levá-las a venda, destinando o preço no pagamento de seu crédito e das despesas de cobrança.

Diante de todo o exposto, há de se ter certo cuidado no enquadramento das garantias como instrumentos de controle dos agentes financeiros no Financiamento de Projeto, pois, como se viu, em regra, revelam o controle externo indireto (legal-contratual), por meio do penhor e da alienação fiduciária de ações, podendo, todavia, revelar o controle interno direto (legal-contratual) quando adotado o usufruto de ações. Tratando-se, por assim dizer, de mecanismo de controle híbrido, a depender da garantia instituída.

³¹³ A depender do contexto em que se encontra a sociedade, e diante do regime de responsabilidade que possa recair sobre os controladores, podem existir motivos suficientes (especialmente relacionados ao regime de responsabilidade) para que os credores não optem pelo direito de voto, isto é, não optem pela possibilidade de exercer o controle interno da sociedade por eles financiada via usufruto das ações.

³¹⁴ Art. 1428. É nula a cláusula que autoriza o credor pignoratício, anticrético ou hipotecário a ficar com o objeto da garantia, se a dívida não for paga no vencimento.

³¹⁵ Sem prejuízo da vedação ao pacto comissório, o sistema vigente prevê que, depois de vencida a dívida, o devedor, por sua livre e espontânea vontade, autorize o credor a ficar com o bem, por exemplo, mediante dação em pagamento. É nesse sentido que deve ser interpretada a redação do parágrafo único, do artigo 1428 do Código Civil conforme sustenta Carlos Alberto Dabus Maluf, em seus comentários ao Código Civil, apoiado na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça. SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Coord. *Código Civil Comentado*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

3.2.3. Ações de classe especial

A Lei Societária autoriza que companhias emitam ações preferenciais de classe especial (também nomeadas ações com poderes especiais), assim entendidas aquelas com *status* diferenciado em relação às demais ações da companhia, por conferir a seu titular certas garantias e prerrogativas não concedidas aos demais acionistas.

Para os fins deste trabalho, propõe-se uma classificação na qual as ações com poderes especiais representem um gênero, dentro do qual estão as *golden shares* e as ações preferenciais de classe especial, diferenciando-se apenas em razão da titularidade.

Em ambas, como se demonstrará, o detentor de ações de classe diferenciada tem aptidão para exercer efetivo controle sobre a sociedade na qualidade de acionista, muito embora não detenha participação societária suficiente para tanto.

A origem da expressão *golden share* está historicamente associada a processos de privatização no Reino Unido³¹⁶, por meio dos quais os entes desestatizantes transferiram ao setor privado a execução de determinados serviços públicos.

Nesse contexto, o Estado, pela detenção de uma única ação, e com a justificativa de manter a qualidade dos serviços privatizados, era dotado de um conjunto de privilégios societários que não correspondia à participação acionária por ele detida³¹⁷. Justamente por isso, a ação passou a ser nomeada *ação de ouro*, ou na língua pátria, *golden share*.

Pelo que se pode notar, essa classe de ação permitiu (e permite) ao Estado, simultaneamente, alienar quase todo o capital social que possui nas companhias objeto de privatização e manter um controle peculiar sobre as mesmas, condição inalcançável às demais classes de acionistas.

No Brasil, as *golden shares* foram criadas com o mesmo objetivo, tendo sido inicialmente previstas na Lei n. 8.031/90, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização³¹⁸.

³¹⁶ Segundo Modesto Carvalhosa a *golden share* já esteve presente na legislação inglesa por volta da década 30 do século passado, ganhando destaque, no entanto, apenas na década de 70, nos processos de privatização conduzidos pelo governo de Margareth Thatcher. *Op. Cit.* vol.1 p. 235.

³¹⁷ Em razão disso, Modesto Carvalhosa aduz: “Como visto, a *golden share* caracteriza-se como um instrumento direto de política pública que pode substituir, em certa medida, as funções de uma agência estatal reguladora. Esta age externamente a companhia, enquanto a *golden share* permite ao Estado, mediante controle interno na própria sociedade privatizada, nela atuar em favor da coletividade e sobre o mercado”. *Op. cit.* v.1. p. 237.

³¹⁸ Contudo, as *golden shares* tinham alcance restrito, por dois motivos principais: (i) aplicavam-se somente no âmbito de privatizações federais, conferindo privilégios apenas à União, enquanto ente desestatizante; e

Hoje, o regramento das *golden shares* encontra-se no artigo 17, § 7º da Lei das S.A.³¹⁹, sendo caracterizada pelos seguintes traços: (i) podem ser utilizadas nas empresas privatizadas por qualquer dos entes federativos; (ii) o regime especial incide necessariamente sobre ações preferenciais, não sendo possível *golden shares* da espécie ordinária; e (iii) podem conferir direito de veto e outros direitos especificados em estatuto³²⁰⁻³²¹.

Da mesma forma que as *golden shares*, as ações preferenciais de classe especial³²², atribuem aos seus detentores uma condição de acionista preferencial³²³ com *status* diferenciado dos demais acionistas, ainda que possuam participação societária insuficiente para tanto (participação mínima, por vezes simbolizada numa só ação).

O tratamento da matéria se encontra no artigo 18 da Lei Societária, ao tratar das vantagens políticas dos acionistas³²⁴.

O dispositivo dispõe que o estatuto da companhia poderá assegurar a uma ou mais classe de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração, assim como subordinar determinadas alterações estatutárias à aprovação de seus titulares.

(ii) o privilégio conferido por meio delas se concentrava no poder de veto de certas matérias (artigo 8º da Lei n. 8.031/90).

³¹⁹ Art. 17, §7º. 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.

³²⁰ Esses poderes deverão ser detalhados no edital de privatização, no contrato de concessão ou permissão, conforme o caso, e no respectivo estatuto social da companhia. Tais poderes podem incluir, por exemplo, o direito de eleger membros no conselho de administração, demonstrando o elevado nível de ingerência do Estado na sociedade.

³²¹ No sistema legal vigente a regra é a não intervenção do Estado na propriedade e negócios privados. Apenas nos casos de interesse público o Estado estará legitimado a intervir, direta ou indiretamente, e nos termos da Constituição Federal. Por esse motivo, embora o §7º do artigo 17 não exija expressamente, o entendimento majoritário é no sentido de que a criação de *golden shares* deve ser devidamente justificada pelo ente desestatizante. Nesse sentido, a *golden share* é um instrumento de intervenção direta, exercendo funções semelhantes às das agências reguladoras, contudo, nestas o Estado age externamente à companhia, enquanto a *golden share* permite ao Estado, mediante controle *interna corporis*, atuar no interior da sociedade privatizada.

³²² Relembre-se que se trata de uma classificação não usual na doutrina, tendo sido aqui utilizada para chamar atenção quanto à titularidade. A doutrina costuma distingui-las simplesmente denominando “*golden share* do art. 17, §7º” em contraposição à “*golden share* do art. 18”.

³²³ As ações preferenciais revestidas estatutariamente dessas faculdades constituem uma classe especial que não se confundem com as “preferenciais com direito de voto do artigo 141 da Lei Societária”, pois estas compõem o colégio votante da sociedade, e seus votos entram no cômputo geral, em igualdade de condições com as ordinárias. As ações de classe especial do artigo 18 (e assim também do artigo 17, §7º), por sua vez, têm como principal característica a votação em separado e, em razão desta completa segregação dos demais votos, não sofre influência numérica nas deliberações.

³²⁴ Art. 18. 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. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

A norma, portanto, encerra um mecanismo de deslocamento do controle aos titulares dessa classe de ações, que poderão imprimir sua vontade nos rumos da companhia, especialmente pela escolha de seus administradores e da influência que exercerão sobre eles.

Esse instrumento pode ser utilizado por qualquer pessoa, mas há quem defenda que tenha sido criado justamente para viabilizar injeção de crédito nas sociedades anônimas, devendo ser usado em benefício de instituições financeiras e sociedades de investimento e participação³²⁵.

Numa interpretação histórica do citado dispositivo, pode-se concluir que foi essa a *ratio* da norma, conforme exposição de motivos da Lei das S.A.:

“o artigo 18, **sancionando práticas usuais, inclusive nas participações do BNDE**, autoriza a atribuição, a determinada classe de ações preferenciais, do direito de eleger representante nos órgãos de administração e do poder de veto em modificações estatutárias”³²⁶. (sem grifos no original)

As ações de classe especial, portanto, oferecem os incentivos necessários para que agentes financeiros promovam os financiamentos e investimentos esperados, já que terão controle sobre a atividade da sociedade beneficiada, acompanhando de perto suas condições econômico-financeiras e, de certa forma, mitigando os riscos de seus investimentos³²⁷.

³²⁵ A atuação dos investidores financeiros em empresas vem crescendo no Brasil, com destaque às figuras do *seed capital*, *venture capital* e *private equity*, nas quais, além do aporte financeiro, os investidores ajudam os empreendedores na profissionalização da gestão do negócio, com vistas a obter lucro ao vender suas participações na empresa já saneadas e investidas. A principal diferença entre essas figuras tende a se concentrar no momento em que o aporte é feito na empresa. O *seed capital* é o investimento feito na fase inicial do novo negócio, normalmente em ideias ou projetos incipientes, de modo que os recursos ajudam o empresário a dar os primeiros passos. Já o *venture capital* investe em empresas já estabelecidas, mas de pequeno e médio porte, com potencial de crescimento, sendo que os recursos financiam as primeiras expansões e levam o negócio a novos patamares no mercado. Por fim, no *private equity* as empresas que recebem os aportes já estão consolidadas, sendo que o objetivo dos recursos é de dar um impulso financeiro à companhia para que ela se prepare para abrir capital na bolsa de valores ou obter financiamento via emissão de valores mobiliários no mercado de capitais, por exemplo.

³²⁶ Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, apresentada pelo Ministério da Fazenda ao então Presidente da República. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso: 07 nov. 2013. Percebe-se que, naquela época a sigla era BNDE, referindo-se ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

³²⁷ Não se pode ignorar, contudo, que já se cogita a utilização de ações de classe especial do artigo 18 da Lei Societária como forma de planejamento sucessório. Isso é possível, por exemplo, mediante a criação de uma empresa *holding* com a emissão de uma ação de classe diferenciada para o sujeito da sucessão, sendo as demais já transferidas aos seus sucessores/herdeiros.

Revelam-se, assim, como verdadeiros mecanismos de controle interno a serviço dos agentes financeiros.

Nesse sentido é o posicionamento de Modesto Carvalhosa, ao concluir que essas ações podem conferir controle permanente sobre a sociedade:

“A prerrogativa estatutária outorgada às preferenciais de participação nos órgãos de direção e de veto sobre alterações estatutárias **representa uma forma de controle permanente (art. 116) sobre a companhia e que transcende os poderes e a própria competência da assembleia-geral e, portanto, da maioria acionaria votante (art. 121)**. Isto porque tais direitos permanentes estatutariamente conferidos não podem ser alterados os extintos por vontade da assembleia-geral, dependendo sempre da prévia aprovação ou da ratificação de mais da metade da classe de ações preferenciais interessadas (art. 136)³²⁸. (sem grifos no original)

“Terão, portanto, tais ações preferenciais, um poder político absoluto sobre modificações da lei interna da companhia, não restando às ordinárias outro poder senão o da iniciativa de propor a alteração estatutária. Mas a essas preferenciais cabe a decisão final a respeito”³²⁹.

Portanto, as ações de classe especial exercem a mesma função independentemente de quem seja seu titular. Assim, tanto as *golden shares* – de titularidade de entes estatais – como as ações de classe especial *stricto sensu* – de titularidade de qualquer pessoa, embora tipicamente titularizadas por instituições financeiras e agentes de fomento – podem conferir poder de controle aos seus detentores.

Esse controle é de natureza interna, pois se revela no seio da companhia. Todavia, trata-se de um controle dotado de certa particularidade, consistente na falta de relação entre a participação acionária e o poder político, já que o acionista de classe especial mesmo sem deter direitos de voto que assegurem a maioria dos votos e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, consegue tal resultado.

³²⁸ *Op. Cit.* v. 1. p. 239.

³²⁹ *Op. cit.* v.1. p. 240.

Nesse sentido, pode-se afirmar que as ações de classe especial subvertem a lógica do controlador delineada no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas³³⁰, bem como do controle minoritário por dispersão acionária³³¹.

Com isso, e pelas classificações até aqui adotadas, é possível afirmar que se trata de um *controle interno minoritário (sui generis)*, na subclassificação *legal*, desenvolvendo-se no interior da sociedade.

A despeito da classificação proposta, importante mencionar que a obra de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, especificamente quanto às ações de classe especial do artigo 18 da Lei das S.A., reconhece se tratar de uma nova forma de controle classificada como controle gerencial de direito³³².

Para os autores, esse dispositivo seria resultado de uma política legislativa voltada, sobretudo, à recuperação de empresas em dificuldades³³³, por meio do qual seus titulares podem conferir inamovibilidade aos administradores por eles eleitos, e ao mesmo tempo impor o modo de dirigir as atividades sociais.

Daí a expressão controle gerencial de direito³³⁴, já que os administradores exercerão o controle (gerencial), juridicamente legitimados pelos detentores das ações de classe especial, sem que suas decisões possam ser atingidas pelos demais acionistas, por não possuírem poderes suficientes para alterar o estatuto.

Ambas as classificações, portanto, convergem para a mesma conclusão, de que o controle dos titulares destas ações especiais se efetiva *interna corporis*.

Diante do exposto, as classes especiais de ações despontam como mais um dos mecanismos de controle no rol daqueles passíveis de utilização pelos agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*.

Verdade, contudo, que esse instrumento não tem sido adotado, decorrência, em grande medida, das dúvidas existentes a respeito do regime de responsabilidade aplicável em razão do exercício do controle.

³³⁰ O capítulo 1 já tratou do controle fora dos estritos contornos do artigo 116 da Lei Societária, reconhecendo a diversidade de espécies de controle possíveis na sociedade anônima. Contudo, diferentemente das discussões travadas naquela oportunidade, o controle advindo de ações de classe diferenciada, foi expressamente previsto pelo legislador, nos artigos 17, §7º e 18 da Lei Societária, bem como em outras legislações extravagantes (especialmente aquelas que regulam processos de desestatização).

³³¹ Controle minoritário decorrente da dispersão acionária, estudado no capítulo 1.

³³² Os autores incluem como uma quinta modalidade de controle interno, ao lado das quatro já tradicionais (controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial). *Op.cit.* 5.ed. p. 52-76 / 197.

³³³ Ressaltam, contudo, que não se trata da recuperação de empresas regulada na Lei n. 11.101/05, até por ser precedente à sua existência na ordenação jurídica brasileira. *Op. cit.* 5.ed. p. 76.

³³⁴ Não se confunde com o controle gerencial decorrente da dispersão acionária, estudado no capítulo 1.

De forma sucinta, é possível polarizar dois principais entendimentos acerca desse ponto nevrálgico.

De um lado, parte da doutrina entende que o titular de ações de classe especial, no exercício de seu direito de voto e veto, responde nos mesmos termos do acionista controlador e, portanto, submete-se ao rigoroso regime de responsabilidades imposto aos controladores pela Lei das S.A.³³⁵.

Outra parte da doutrina entende que não seria adequado equiparar esse acionista ao controlador, e com isso imputar-lhe os mesmos deveres daquele. Para Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, por exemplo, que o concebem como controle gerencial de direito, o regime adequado envolve a observância dos deveres fiduciários dos administradores³³⁶.

Justamente em razão desses entendimentos díspares, os agentes financeiros têm preferido adotar outros mecanismos hábeis a lhe conferir o controle, em detrimento das ações com poderes especiais.

3.2.4. *Step-in rights*

Mais uma vez a rendição ao uso da língua inglesa³³⁷.

A expressão *step-in rights*, ou simplesmente *step-in*, é utilizada para fazer referência ao instituto comumente utilizado nos Financiamentos de Projeto.

Essa expressão pode ser traduzida de forma livre (e literal) como *direito de intervir*, sendo que, no contexto aqui abordado, representa o direito de intervenção atribuído aos agentes financeiros.

O direito de intervir é avaliado sob duas óticas, resultando na classificação que distingue ‘*step-in*’ legal de ‘*step-in*’ contratual.

³³⁵ Nesse sentido, Modesto Carvalhosa. *Op. cit.* v.1. p. 240.

³³⁶ Esse é o entendimento de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, afinal defendem que se trata de controle gerencial de direito, logo, em regra, não podem ser imputados ao seu detentor as responsabilidades de controlador, mas apenas os deveres fiduciários dos administradores, afinal esses exercerão o controle. No máximo, admitem a responsabilização de seus titulares pela escolha dos administradores ou colaboração na prática de atos abusivos, nos termos do artigo 117, “d” e “e” da Lei Societária. *Op. cit.* 5.ed. p. 78.

³³⁷ Justifica-se o uso da expressão em inglês em razão de sua disseminação na prática empresarial, de modo que não se pode simplesmente traduzi-la, sob pena de não conseguir dar-lhe o alcance pretendido.

Os tipos de intervenção possíveis por intermédio desse mecanismo são a seguir explicados, acompanhados da reprodução de cláusulas comumente adotadas, ilustrando assim a finalidade do instituto em favor dos agentes financeiros.

3.2.4.1. *Step-in rights* legal

A primeira referência legal ao instituto dos *step-in rights* na ordenação jurídica brasileira ocorreu no bojo da Lei n. 11.079/04, em seu artigo 5º, §2º, com alcance restrito às parcerias público-privadas - PPPs³³⁸.

Mais tarde, o instituto passou a ser previsto expressamente no §2º do artigo 27 da Lei n. 8.987/95, incluído pela Lei n. 11.196/05 e, desde então, é juridicamente admitido em todas as modalidades de concessão, comum ou especial, sejam PPPs patrocinadas ou administrativas³³⁹.

A interpretação conjunta e sistemática dos dispositivos acima indicados demonstra que a regra geral aplicável à estrutura do poder de controle das sociedades concessionárias é a vedação da transferência do controle societário sem a prévia anuência do poder concedente, sob pena de caducidade da concessão.

Trata-se, como se mencionou, de regra geral, sendo que o legislador previu, nos parágrafos do artigo 27 da Lei de Concessões, algumas circunstâncias em que essa transferência de controle é possível.

Nessa tarefa de elencar as situações excepcionais para a transferência do controle, o legislador acabou legitimando o *step-in*, sendo valiosa sua reprodução para espantar qualquer dúvida relativa à existência de expressa previsão legal na ordenação jurídica brasileira admitindo a assunção do controle de uma sociedade por seus credores:

³³⁸ As parcerias público-privadas (PPPs) são modalidades especiais de concessão, a partir das quais se efetiva a delegação de serviços públicos pelo poder concedente (entes políticos que tenham competência sobre o serviço) à pessoa jurídica ou consórcio de empresas, para sua exploração nos termos pactuados no contrato de concessão. As PPPs foram concebidas para viabilizar investimentos em setores considerados estratégicos (segurança pública, saneamento, sistema elétrico, entre outros), com grandes investimentos e assunção de elevados riscos pelo particular, nesse sentido, a lei que a criou acabou contemplando condições que fossem capazes de estimular a participação/parceria com o setor privado mesmo diante dos riscos, dando-lhes garantias efetivas, entre as quais, os *step-in rights*.

³³⁹ A *Concessão Especial Patrocinada* é a concessão de serviços públicos ou de obras públicas que envolvem, adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários, contraprestação pecuniária do parceiro público ao parceiro privado (Art. 2º, § 1º da Lei 11.079/04) e a *Concessão Especial Administrativa* é o contrato de prestação de serviços de que a Administração Pública seja a usuária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou fornecimento e instalação de bens (Art. 2º, e § 2º da Lei 11.079/04).

“Art. 27 [...]

§ 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.” (sem grifos no original)

Assim, diante das condições impostas pelo poder concedente no respectivo contrato de concessão, será possível a transferência do controle da sociedade concessionária para seus financiadores externos. Trata-se, assim, de exceção à regra geral de intransferibilidade do controle.

E esse regramento especial justifica-se diante da excepcionalidade da situação, uma vez que a assunção de controle pelos agentes financeiros sobre a concessionária somente se legitima quando tenha por objetivo promover sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade na prestação dos serviços³⁴⁰.

Ora, trata-se de previsão inédita no direito brasileiro, permitindo aos agentes financeiros intervir na sociedade por eles financiada, como autêntico controlador.

É verdade, contudo, que esse controle não é livre e indiscriminado, devendo se dirigir ao soerguimento da sociedade concessionária, como se lê na parte final do artigo 27, § 2º.

Todavia, isso não tem o condão de afastar o caráter soberano do controle que os agentes financeiros passam a ter por meio do *step-in*, até porque o próprio controle exercido nos termos do artigo 116 da Lei Societária também não é livre, devendo ser usado para realizar o objeto social e cumprir a função social da empresa.

Destaque-se que, o *step-in* de controle surge não só como um mecanismo de simples tutela de crédito dos agentes financeiros, mas também como garantidor do interesse público, na medida em que o agente financeiro o exercerá para reestruturar as finanças da SPE e cuidar para que os serviços públicos continuem sendo prestados.

O racional do *step-in*, em última análise, é o reconhecimento de que os acionistas e a administração da sociedade não foram capazes de fazer um bom trabalho na gestão da concessionária³⁴¹, devendo ser substituídos, ainda que temporariamente, por quem tenha condições de fazê-lo.

³⁴⁰ Importante mencionar que o agente financeiro somente pode assumir o controle da SPE se comprovar o atendimento das exigências de sua regularidade jurídica e fiscal, nos termos do § 3º do artigo 27 da Lei das Concessões.

³⁴¹ ENEI, José Virgílio Lopes. *Op.cit.* p. 235.

De qualquer forma, o *step-in* legal funcionará como medida excepcional, somente sendo legitimado seu exercício em casos de impontualidade, inadimplemento, gestão temerária e outros eventos semelhantes previstos no contrato de financiamento de longo prazo ou nos instrumentos equivalentes.

Em última análise, pretende-se, a partir desse instituto, evitar o vencimento antecipado da dívida ou a suspensão de desembolsos, pois isso representaria, necessariamente, cessação do fluxo de caixa necessário à quitação das dívidas, em razão da suspensão ou interrupção dos serviços e produção do projeto.

Importante mencionar, por derradeiro, que os *step-in rights* não modificam o direito de a administração pública intervir na concessão para garantir a segurança e a continuidade da prestação dos serviços públicos, dada a supremacia do interesse público, orientada pelos princípios da eficiência, legalidade e continuidade dos serviços públicos³⁴².

Operacionalmente, exercido o *step-in*, os agentes financeiros permanecerão no controle da SPE até que ocorra sua reestruturação ou até o momento em que se perceba que isso será impossível, promovendo sua saída com a devolução do controle aos antigos controladores ou alienando-o a terceiros. Esse movimento de saída é conhecido como *step-out*.

A despeito das críticas que recaem sobre o *step-in* (especialmente sobre a técnica legislativa no tratamento do assunto³⁴³), há de se reconhecer que, a partir dessas leis, a adoção do instituto passou a ser frequente, tendo se consolidado como cláusula indispensável na estruturação de Financiamentos de Projeto, como instrumento em favor dos agentes financeiros no controle sobre a sociedade financiada.

Com isso, e pelas classificações até aqui propostas, é possível afirmar que o *step-in* de controle pode efetivar o *controle interno direto* por parte dos agentes financeiros, na subclassificação *legal*.

³⁴² Kleber Luiz Zanchim enfrentou o problema atinente à intervenção concorrente pela administração pública e pelos agentes financeiros, entendendo existir finalidades distintas a motivar uma e outra, sendo que aquela reestabelecerá e regularizará a prestação dos serviços, já estes tenderão a gerar recursos para pagar os financiamentos que concederam. O autor entende que as providências para alcançar essas duas ordens de objetivos podem não ser compatíveis entre si, de modo que pode haver um conflito de governança e riscos com repercussões para todos os envolvidos. ZANCHIM, Luiz Kleber. Intervenção e “Step-In Rights”. Um conflito de poder entre a administração pública e agente financiador nas parcerias público-privadas brasileiras. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.144, 2006.

³⁴³ As críticas se concentram na técnica legislativa, uma vez que um instituto de direito privado (poder de controle societário) foi tratado numa lei que trata de assunto afeto ao ramo do direito público (concessão de serviço público), sem maior rigor na aferição das consequências dessa previsão legal.

3.2.4.2. *Step-in rights* contratual

Os agentes financeiros, criativos que são nas formas de aumentar seu nível de conforto nas operações de que participam, passaram a utilizar a mesma lógica dos *step-in rights* previstos nas Leis n. 9.897/95 e 11.079/04, para criar outra modalidade, que se convencionou chamar de *step-in* contratual.

Nesse sentido, a exemplo do *step-in* legal, passaram a prever, contratualmente, a possibilidade de os agentes financeiros intervirem nos negócios da sociedade por eles financiada, diante de determinadas situações.

Portanto, a distinção existente entre a modalidade *legal* e *contratual* refere-se meramente ao fundamento do instituto, já que num caso decorre de expressa previsão legal, e no outro deriva de previsão contratual.

O *step-in* contratual pode contemplar a *intervenção de controle* sobre a sociedade, portanto, em condições e com finalidades semelhantes às do *step-in* legal, vista acima.

Essa sistemática encontra sua justificativa nos cenários de projetos que não envolvam concessão de serviços públicos, hipótese em que o *step-in* legal não poderá ser invocado.

Nesse sentido, por ausência de previsão legal admitindo o *step-in* de controle fora das situações de concessão de serviços públicos, os agentes financeiros costumam prevê-lo em cláusulas contratuais que lhes assegurem o direito de assumir temporariamente o controle da SPE.

Por se tratar de um mecanismo extrassocietário de legitimação do controle, e assim também objeto de diversas e severas críticas, recomenda-se prudência em sua adoção, por meio da elaboração de cláusulas bem redigidas e preferencialmente construídas nos mesmos termos do *step-in* legal, ressaltando o caráter de excepcionalidade e temporariedade na assunção do controle, focada na reestruturação financeira e continuidade do projeto. Isso não impede discussões futuras acerca de sua validade e alcance, mas certamente mitiga os riscos de sua interpretação.

Ao lado do *step-in* contratual de controle existe o *step-in* contratual sobre os contratos do projeto, materializando outra forma de intervenção.

No *step-in* sobre os contratos do projeto os agentes possuem a faculdade de assumirem a posição contratual da sociedade financiada em determinados contratos celebrados no âmbito do projeto.

Essa possibilidade de intervenção dos agentes financeiros em contratos de projeto celebrados entre a SPE e terceiros é legitimada principalmente para purgar a mora ou promover o adimplemento de obrigações assumidas, mas não cumpridas. Como se nota, trata-se de uma intervenção sob condição suspensiva, que somente é acionada diante de eventos dessa natureza.

O referido mecanismo se funda no possível impacto negativo que a rescisão de contratos relevantes ao empreendimento pode causar ao projeto, especialmente no fluxo de receitas e consequente no risco de crédito dos agentes financeiros.

À luz do sistema normativo brasileiro, o *step-in* sobre os contratos do projeto, nada mais é do que uma cessão de contrato (ou cessão de posição contratual) da SPE aos agentes financeiros.

Apesar de não ser regulamentada em lei, a cessão de contrato ou cessão de posição contratual, tem existência como negócio jurídico atípico, à luz do artigo 425 do Código Civil³⁴⁴, por meio do qual ocorre a transferência da inteira posição ativa ou passiva da relação contratual, incluindo o conjunto de direitos e deveres de que é titular o cedente.

A adoção desse instituto em favor dos agentes financeiros deve contemplar (e normalmente contempla) uma previsão genérica no contrato de financiamento ou instrumentos equivalentes, na qual a sociedade assume a obrigação de ceder aos financiadores externos, ou a terceiros por eles indicados³⁴⁵, sua posição contratual em determinados contratos do projeto, ao mesmo tempo em que se obriga a prever expressamente essa condição nos respectivos contratos, perante suas contrapartes³⁴⁶.

Todos os contratos do projeto estão sujeitos à adoção desse mecanismo por parte dos agentes financeiros, todavia, o mesmo acaba sendo utilizado apenas nos contratos de maior relevância ao desenvolvimento do projeto, por exemplo, nos contratos de empreitada (fornecimento de materiais, serviços e equipamentos), e nos contratos operacionais (fornecimento de insumos, prestadores de serviços e consumidores em geral), por representarem contratos fundamentais à efetiva construção, implementação e operação do projeto, e assim à garantia de geração de fluxo de recebíveis pela exploração.

³⁴⁴ Os contratos atípicos foram objeto de estudo no capítulo 2.

³⁴⁵ Na maior parte das vezes, não convém aos financiadores externos assumir os contratos do projeto dada a necessidade de *know how* para saneamento e adimplemento dos mesmos. Por isso, é admissível, e até mesmo recomendável, que a assunção do contrato seja feita por terceiro especializado por eles indicado.

³⁴⁶ Assim, para que futuramente terceiros não inviabilizem o exercício do *step-in* nos contratos do projeto pelos financiadores externos, é preciso que seus contratos contemplem essa possibilidade, motivo pelo qual a SPE assume o dever de reproduzir em todos os contratos que venha a celebrar no âmbito do Financiamento de Projeto, cláusula mencionando que o contrato poderá ser cedido.

Justamente por essa razão, a intervenção decorrente do *step-in* sobre os contratos do projeto é de caráter temporário, voltada exclusivamente ao saneamento das irregularidades e inadimplementos verificados no âmbito do respectivo contrato assumido.

Como se vê, o *step-in* sobre os contratos do projeto também possui como premissa a incompetência da SPE na gestão de seus contratos, seja por descumpri-los, seja por permitir o descumprimento de suas contrapartes.

O *step-in* sobre os contratos do projeto é normalmente previsto em cláusulas como a reproduzida abaixo³⁴⁷:

“Sujeito à verificação da Condição Suspensiva da Cessão prevista na Cláusula Y abaixo, as Cedentes entregam, em caráter irrevogável e irretratável, e condicional aos Agentes Financeiros (Partes Garantidas), para garantir o integral e pontual cumprimento das Obrigações Garantidas, o direito de exigir o cumprimento das obrigações devidas pelos contratantes (“Contrapartes”) com quem as Cedentes celebraram os Contratos em Garantia identificados no Anexo W ao presente Contrato, como passíveis de cessão condicional, que geram direito a recebimentos efetivos ou potenciais pelas Cedentes em valor igual ou acima de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e/ou que são de outra forma relevantes para a implementação e/ou operação do Projeto (“Contratos Cedidos Condicionalmente”).”

Percebe-se, nesse caso concreto, que os contratos sujeitos à cessão foram selecionados e elencados pelo critério valorativo (envolvendo recebimentos superiores a R\$ 10 milhões de reais) e pelo critério material, mencionando expressamente apenas os contratos cujo objeto seja relevante à implementação e/ou operação do Projeto. Isso evidencia que, os agentes podem adotar métricas e critérios conforme a natureza e magnitude dos contratos.

Essas cláusulas normalmente são complementadas por outras, que trazem as condições autorizativas para a efetivação da cessão, a exemplo da cláusula a seguir reproduzida:

³⁴⁷ Conforme já mencionado anteriormente, os contratos que serviram de objeto para esta pesquisa reúnem financiamentos de três projetos hidrelétricos brasileiros recentes, Usina Hidrelétrica de Jirau (RO), Usina Hidrelétrica de Santo Antônio (RO) e Usina Hidrelétrica de Belo Monte (PA). Contudo, as cláusulas aqui reproduzidas foram extraídos unicamente do contrato de repasse relativo ao projeto de implantação da Usina Hidrelétrica Jirau.

“A eficácia da cessão de cada um dos Contratos Cedidos Condicionalmente (“Cessão Condicional”), nos termos e condições avençados, estará sujeita à (i) ocorrência do Evento de Execução ou ocorrência/continuidade de um inadimplemento de obrigação pecuniária das Cedentes sob qualquer Contrato Cedido Condicionalmente; e (ii) entrega de notificação prévia por escrito por qualquer das Partes Garantidas a qualquer das respectivas Cedentes, comunicando a decisão, nos termos deste Contrato, de receber os direitos sob os Contratos Cedidos Condicionalmente por uma ou mais das Partes Garantidas, conforme indicado na referida notificação (“Condição Suspensiva da Cessão”) (sendo a data do recebimento da referida notificação pelas Cedentes doravante aqui designada como “Data de Cessão”). Na Data de Cessão, as Partes Garantidas ou terceiro indicado pelas Partes Garantidas receberá automaticamente, sem necessidade de qualquer outro ato ou assinatura por parte das Cedentes ou de qualquer terceiro, os direitos das Cedentes sob os Contratos Cedidos Condicionalmente, podendo exigir o cumprimento, pelas Contrapartes, de qualquer obrigação das Contrapartes sob os Contratos Cedidos Condicionalmente”.

Essa cláusula demonstra que, somente depois de verificados os eventos que autorizam a intervenção, conforme venham a ser previstos entre agentes financeiros e SPE, será possível a efetiva assunção dos contratos cedidos, demonstrando não se tratar de cláusula de natureza potestativa³⁴⁸.

Aliás, para afastar definitivamente qualquer arbitrariedade por parte dos agentes financeiros, é comum que seja expressamente mencionado o alcance de seus poderes no âmbito dos contratos assumidos, indicando-se a finalidade da intervenção, bem como destacando o caráter temporário da mesma, relacionando, pois, os efeitos da cláusula a constatação de circunstâncias objetivas, conforme exemplifica a cláusula a seguir:

“Após a ocorrência da Condição Suspensiva da Cessão, as Partes Garantidas receberão os direitos decorrentes dos Contratos Cedidos Condicionalmente em caráter temporário, exclusivamente (i) para sanar qualquer inadimplemento pecuniário das Cedentes em relação aos Contratos Cedidos Condicionalmente, e/ou (ii) exigir o cumprimento das obrigações devidas pelas Contrapartes nos termos dos Contratos Cedidos Condicionalmente; e as Partes Garantidas não terão qualquer obrigação ou responsabilidade sob

³⁴⁸ O sistema normativo brasileiro veda a utilização de cláusulas puramente potestativas, fulminando-as pela nulidade, conforme disposto no artigo 122 do Código Civil. “Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes”.

qualquer Contrato Cedido Condicionalmente às Partes Garantidas, exceto em caso de dolo ou culpa das Partes Garantidas comprovado por sentença judicial transitada em julgado, e não será exigido das Partes Garantidas tampouco estará obrigada a observar ou cumprir quaisquer condições ou obrigações das Cedentes sob qualquer Contrato Cedido Condicionalmente”.

Ressalte-se que, em prol dos agentes financeiros, é conveniente que essa cessão (ou *step-in*) seja formatada como uma faculdade (e não um dever), já que, em determinadas situações, o exercício dessa prerrogativa pode se mostrar inadequado aos seus interesses. Assim, deve caber a eles, discricionariamente, a partir de critérios de conveniência e oportunidade diante do caso concreto, decidir por seu exercício.

Por tudo que foi exposto, pode-se concluir que o *step-in* contratual para assunção de controle, a exemplo do *step-in* legal, caracteriza-se como um mecanismo de *controle interno direto* dos agentes financeiros, contudo, como o próprio nome diz, na subclassificação *contratual*.

O *step-in* sobre os contratos do projeto, por sua vez, é na verdade um mecanismo muito semelhante aos *covenants*, garantindo aos agentes financeiros elevado grau de controle sobre a SPE no tocante ao dever de cumprir e fazer com que se cumpram todos dos contratos do projeto. Portanto, a exemplo dos *covenants*, classifica-se como um mecanismo de *controle externo indireto*, na subclassificação *contratual*.

3.3. Efeitos jurídicos pelo exercício do poder de controle

O presente capítulo, bem como o trabalho como um todo, encerra-se com uma proposta dirigida ao leitor, como consequência lógica de tudo que aqui foi explorado.

O que se pretende, na verdade, é provocar uma reflexão sobre os efeitos jurídicos decorrentes do exercício de poder de controle pelos agentes financeiros, consideradas suas mais variadas formas, conforme aqui reconhecidas.

Nessa linha de provocações, Fábio Konder Comparato se posiciona tecendo críticas às heranças do Positivismo reconhecendo a importância desse tipo de reflexão:

“Curando-se de uma das mais nefastas sequelas do Positivismo, a dogmática jurídica atual adota e desenvolve, sempre mais, a par de uma análise estrutural dos institutos, a sua compreensão funcional.

Quer isto dizer que os juristas hodiernos vão, aos poucos, se convencendo de que não basta, para entender e classificar um instituto jurídico, decompô-lo em seus elementos fundamentais; importa, também e sobretudo, verificar para que ele serve na vida social³⁴⁹. (Sem grifos no original).

Assim, se é verdade que os agentes financeiros realmente detêm mecanismos hábeis a lhe conferir o controle sobre a sociedade por eles financiada, caso eles venham efetivamente a exercê-lo, quais os efeitos jurídicos daí advindos?

Sabe-se, pelo que foi exposto no capítulo 1, que o conceito legal de controle tem função instrumental (direito-função), pois a partir dele pode-se impor ao seu titular, nos termos da Lei Societária, o regime de direitos e deveres.

Todavia, em relação aos mecanismos extrassocietários de legitimação do controle, muitos dos quais adotados por agentes financeiros no âmbito do *Project Finance*, não existe regramento jurídico próprio, dificultando ainda mais o oferecimento da resposta à pergunta acima elaborada.

Essa constatação não tem reflexos somente em relação ao regime de responsabilidade pelo exercício do controle pelos agentes financeiros perante a sociedade, os acionistas e terceiros. Vai além, envolvendo inúmeras discussões relacionadas ao alcance e objetivos da assunção do controle por parte dos agentes financeiros.

Isso mesmo, questiona-se como compatibilizar os interesses dos agentes financeiros no controle da SPE com os princípios dos serviços públicos, por exemplo, nos casos de projetos que envolvam a prestação desses serviços, eis que os financiadores terão como foco primário a tomada de controle para garantir o pagamento das dívidas com eles assumidas, e apenas secundariamente viabilizar a manutenção ou eficiência dos serviços públicos³⁵⁰.

³⁴⁹ COMPARATO. Fábio Konder. A cessão do controle acionário é negócio mercantil? *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 332.

³⁵⁰ O tema foi enfrentado por Kleber Luiz Zanchim. *Op. Cit.* O autor reconhece a divergência entre os interesses da administração pública e dos agentes financeiros (eis que a manutenção e regularidade dos serviços são interesse primário daquela, mas secundário destes), apontando saídas contratuais utilizadas na experiência internacional para lidar com a problemática, a exemplo da Austrália, ao adotar o *Tripartite Agreement* (contrato celebrado entre poder público, concessionária e agentes financeiros, no qual detalha o regime a ser seguido quando do exercício dos *step-in rights*) e Inglaterra, que utiliza o *Direct Agreement* (contrato celebrado entre poder público e agentes financeiros exatamente no momento em que se verificam as hipóteses de exercício do *step-in*, regulando com maior precisão a forma de exercer os *step-in rights*, eis que há informações concretas do problema que já ocorreu).

Por fim, e não menos importante, outro tema que não pode ser esquecido é o conflito de interesse havido no seio da SPE, eis que seu controlador assume concomitantemente o papel de principal credor.

Esses e outros efeitos advindos do controle exercido pelos agentes financeiros são bastante instigantes, contudo, carentes de estudos. De um lado porque não há previsão legal tratando desses temas, e de outro porque, embora constante das operações de Financiamento de Projeto no país, muitos deles nunca foram testados pelos credores, ou mesmo objeto de discussão no Poder Judiciário.

Em resumo, não há notícia de testes judiciais sobre esses mecanismos, sendo necessário reconhecer que ainda é cedo para tirar conclusões acerca da eficácia na utilização dos mesmos e se seriam exequíveis diante das disposições da ordenação jurídica brasileira no tocante à estrutura do controle societário.

Por tudo isso, alerta-se mais uma vez, sobre a importância do advogado nacional nas estruturas de Financiamento de Projeto que, como bem pondera a cautela e a prudência no ambiente legal, deve observar, no que for cabível e imprescindível à boa prática jurídica, as normas cogentes e os princípios norteadores, resguardando a eficácia e a validade das estruturas contratuais adotadas.

4. CONCLUSÃO

O conceito de acionista controlador estanque previsto na Lei das S.A., embora objeto de diversas críticas, é resultado do contexto histórico em que a lei foi concebida, no qual as companhias brasileiras eram, na sua totalidade, de estrutura de capital concentrado e, conseqüentemente, com controle definido.

Nesse sentido, pode-se até criticar o legislador societário pela falta de idealismo à época, mas não pela falta de realismo.

Fato é que, ainda hoje, a maioria das sociedades por ações permanece moldada sob a estrutura de capital concentrado, de modo que o controle, nos termos definidos na lei, mostra-se suficiente para abarcar quase todas as situações relacionadas ao poder de controle no âmbito dessas sociedades.

Todavia, como ficou evidenciado, a existência de companhias com capital disperso (total ou parcialmente) é uma realidade no atual contexto societário brasileiro, sendo ainda esperado que o número destas companhias aumente, na medida em que se entenda que esse é o melhor modelo de estrutura de capital, característico de mercados de capitais desenvolvidos e robustos. Logo, o conceito tradicional de controle passa a não ter perfeita adequação no âmbito dessas sociedades.

Diante disso, foi necessário reconhecer que o poder de controle existe até mesmo nas estruturas mais pulverizadas, pois, também nessas, os acionistas votam em assembleia, elegem administradores e definem os rumos da companhia, e isso ocorre por meio do controle minoritário ou do controle gerencial.

Não se olvidem, ainda, as hipóteses em que terceiros estranhos à estrutura social da companhia podem determinar seus rumos, seja por meio de influência sobre o voto dos acionistas, seja por impedir o livre exercício de voto mediante vetos. Em ambos os casos, configura-se o controle externo.

Reconhecer as mais diversas formas de controle possíveis no âmbito das sociedades por ações viabilizou o processo de obtenção das conclusões do presente estudo, permitindo ultimar sua ideia central: a existência de poder de controle dos agentes financeiros no *Project Finance*, conforme se intitula o presente trabalho.

Como se viu, o *Project Finance* é modalidade de financiamento suportada contratualmente pelo fluxo de caixa do projeto financiado, de modo que a decisão dos agentes financeiros em participar ou não desse financiamento se funda,

preponderantemente, nas perspectivas de sucesso do projeto, isto é, em sua capacidade de gerar lucros e receitas suficientes para manter o projeto em operação e, conseqüentemente, honrar a dívida perante eles assumida.

Desse modo, como é da essência do *Project Finance* o pagamento dos agentes financeiros pelo fluxo do projeto, é natural que eles busquem estruturas que lhes ofereçam o conforto necessário para participar dos respectivos financiamentos.

Assim, a motivação dos agentes financeiros está intrinsecamente ligada à relação entre o fluxo de caixa que o projeto pode gerar e a legitimação de condutas que julguem necessárias e suficientes para ter ingerência sobre esse fluxo de caixa, aliás, se for o caso, podendo limitar a atuação dos empreendedores do projeto.

Em outras palavras, o alto endividamento da sociedade faz com que os agentes financeiros, em razão de seu direito de crédito, preocupem-se com sua proteção contra situações de insolvência e má gestão na implantação e exploração do projeto, motivo pelo qual costumam adotar mecanismos aptos a lhes outorgar influência dominante sobre a atividade empresarial da sociedade financiada.

Procurou-se evidenciar, notadamente no capítulo 3, quais e como são estruturados esses mecanismos de controle a serviço dos financiadores externos, e o resultado foi a identificação de distintas técnicas possíveis, tanto por intermédio de mecanismos típicos da estrutura societária, como por mecanismos não acionários, concretizando, assim, formas de controle interno ou externo.

Como demonstrado, o controle interno pode derivar do usufruto sobre ações, *step-in rights* de controle (legal ou contratual) ou aquisição de ações de classe especial (*golden shares*), sendo que todos esses mecanismos expressam o controle no interior da sociedade, por mecanismos de poder próprios da condição acionária, conforme se destaca:

- (i) O *usufruto sobre as ações*, como modalidade de garantia real, confere aos agentes financeiros garantidos o direito de exercer o voto das ações gravadas, caso assim tenha sido regulado no contrato de constituição do referido gravame, nos termos do artigo 114 da Lei das Sociedades por Ações.

Entende-se que, o usufruto de ações pode ser classificado como mecanismo capaz de concretizar *controle interno direto* dos agentes financeiros, na subclassificação *legal-contratual*.

- (ii) Os *step-in rights* atribuem aos agentes financeiros o direito de intervir sobre a sociedade financiada como autênticos controladores, sendo uma medida excepcional em casos de impontualidade, inadimplemento, gestão temerária e outros eventos semelhantes.

O racional desse mecanismo 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.

Embora com assento legal no artigo 27, da Lei n. 8.987/95, e artigo 5º, §2º da Lei n. 11.079/04, sua incidência fica restrita a concessões públicas, motivo pelo qual passou a ser adotado contratualmente pelos agentes financeiros, com idêntica finalidade, em serviços e atividades não sujeitos à concessão.

Entende-se que, os *step-in rights* de controle legal e contratual, podem ser classificados como mecanismos capazes de concretizar *controle interno direto* por parte dos agentes financeiros, respectivamente, na subclassificação *legal* e *contratual*.

- (iii) As *ações de classe especial* oferecem aos agentes financeiros certas garantias e prerrogativas não concedidas aos demais acionistas, entre as quais, vantagens políticas capazes de lhes assegurar o controle sobre a sociedade.

As ações de classe especial estão previstas no artigo 17, § 7º (*golden shares*) e artigo 18 (ações de classe especial) da Lei das Sociedades por Ações.

Entende-se que, as ações de classe especial podem ser classificadas como um mecanismo capaz de concretizar *controle interno minoritário (sui generis)* na subclassificação *legal*.

Dentre as formas de atribuição de controle externo, por sua vez, destacam-se o penhor e a alienação fiduciária sobre as ações, os *covenants* e os *step-in rights* sobre os contratos do projeto, conforme se examina:

- (i) O *penhor e a alienação fiduciária sobre as ações* da companhia, como modalidades de garantias reais, conferem aos agentes financeiros garantidos a possibilidade de exercerem direito de veto em certas deliberações, desde que isto tenha sido prévia e expressamente pactuado no respectivo contrato de constituição de garantia, nos termos dos artigos 113 e parágrafo único da Lei das Sociedades por Ações.

Portanto, diferentemente do usufruto, que confere direito de voto aos agentes financeiros, essas modalidades de garantia conferem apenas direito de veto, impedindo o livre exercício de voto pelos acionistas.

Entende-se que, o penhor e a alienação fiduciária sobre as ações podem ser classificados como mecanismos capazes de concretizar *controle externo indireto* dos agentes financeiros, na subclassificação *legal-contratual*.

- (ii) Os *covenants* correspondem às obrigações de fazer e não fazer, impostas pelos agentes financeiros à sociedade para restringir a capacidade de atuação de seus controladores e administradores, que deverão atuar segundo rigorosas determinações daqueles.

Entende-se que, os *covenants* podem ser classificados como uma técnica capaz de concretizar *controle externo indireto*, na subclassificação *contratual*.

- (iii) Os *step-in rights* sobre os contratos do projeto nada mais são do que a cessão dos contratos considerados relevantes ao projeto, no âmbito da qual a companhia assume a condição de cedente, e os agentes financeiros de cessionários.

Normalmente previstos sob condição suspensiva, os *step-in* sobre os contratos do projeto balizam a atuação dos agentes financeiros, que somente poderão assumir os contratos cedidos diante da comprovação de incompetência da sociedade na gestão dos mesmos, seja por descumpri-los, seja por permitir o descumprimento de suas contrapartes.

Assim como os *covenants*, os *step-in* sobre os contratos do projeto garantem aos agentes financeiros elevado grau de controle sobre a sociedade,

impondo-lhe o dever de cumprir e fazer com que se cumpram todos os contratos do projeto.

Entende-se que, os *step-in rights* sobre contratos do projeto podem ser classificados como instituto capaz de concretizar *controle externo indireto*, na subclassificação *contratual*.

Diante de todo o exposto, conclui-se pela possibilidade de exercício do poder controle por parte dos agentes financeiros sobre as sociedades por eles financiadas no *Project Finance*.

Como evidenciado, esse controle pode derivar de diversos mecanismos disponíveis em favor desses agentes, sendo que a escolha de qualquer deles ou de todos, conjuntamente, dependerá de uma avaliação casuística, considerando as particularidades de cada projeto, os interesses envolvidos e os possíveis efeitos advindos pelo seu efetivo exercício.

REFERÊNCIAS

AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor – resolução*. Rio de Janeiro: AIDE Editora, 2004.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. 3.ed. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1988.

BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil – Fundamentos e Estudos de Casos*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 10.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants: Instrumentos de Garantias em Project Finance*. Disponível

em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galeria/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.pdf>. Acesso: 17 jul. 2013.

_____. Project Finance e infra-estrutura: descrição e críticas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

BRASIL. Decreto n. 22.626, de 7 de abril de 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d22626.htm>. Acesso: 05 jul. 2013

BRASIL. Decreto Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940 (Revogado parcialmente pela Lei 6.404/76). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm#art59>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 8.036, de 11 de maio de 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8036consol.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 8.955, de 15 de dezembro de 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8955.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/Lei/L11079.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BRASIL. Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/L11196.htm>. Acesso: 05 jul. 2013.

BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 1987.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. v. 1, 2 e 4 (II). São Paulo: Saraiva, 2009.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. (Coord.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COFFEE JR, John. *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*. Working Paper nº 55. Disponível em: <http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=6482&showthumb=0>. Acesso: 14 jul. 2013.

COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. n. 63, 1986.

_____. Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador. *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

_____.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COSTA, Carlos Orcesi da. Controle externo nas companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. n. 44, 1981.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance – Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007.

FORGIONI, Paula Andréa. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das Minorias na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.63, 1986.

_____. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.77, 1990.

_____.; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: J. Bushatsky, 1979.

GUIDUGLI, João Henrique. *Controle Externo Contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

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

MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo XLII, Título XXVII, Capítulo 1, item 7. Disponível em:

<<http://pt.scribd.com/doc/13412174/Tratado-de-Direito-Privado-Tomo42>>. Acesso: 07 jul. 2013.

NETO, Eduardo Salomão. Financiamento de Projetos com recursos internacionais (*Project Finance*). *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*. v. 32. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

ROCHA, João Luiz Coelho da. Novas alternativas de derivações jurídicas para a agregação empresarial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 118. 2002.

ROSITO, Francisco. Os contratos conexos e sua interpretação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 145. 2006.

SACCONI, Luiz Antônio. *Grande Dicionário Sacconi da língua portuguesa: comentado, crítico e enciclopédico*. São Paulo: Nova Geração, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Análise de Crédito. Concessão e gerência de empréstimos*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Coord. *Código Civil Comentado*. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

SIMPLÍCIO, Wendell Karielli Guedes. *Mecanismos de defesa contra ofertas hostis precisam passar por testes no Brasil*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070808NotA.asp>> Acesso: 22 mar. 2012.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. O *status* jurídico do controlador e dos administradores na recuperação judicial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.143. 2006.

Obras consultadas

ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. *Creditor Control and Conflict Chapter 11*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1081661>>. Acesso: 29 jun. 2013.

BLATT, Adriano. *Avaliação de Risco e Decisão de Crédito. Um enfoque prático*. São Paulo: Nobel, 1999.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Monografia vencedora no 7º Concurso de Monografias de Levy&Salomão Advogados. Disponível em: <http://www.levysalomao.com.br/files/temp_ls/Monografia_vencedora_7_Concurso.pdf>. Acesso: 14 jul. 2013.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 59. 2002.

_____. *Estudos de Direito Societário*. 3.ed. São Paulo: Revovar. 2001.

CHAGASTELLES, Adriana Duarte. *A influência da estrutura acionária no desempenho das empresas: estudo de caso da Perdigão S.A.* Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdades IBMEC, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ADM_adrianachagastelles_out.pdf>. Acesso: 14 jun. 2013.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 8.ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v.2.

_____. O conceito de poder de controle na disciplina jurídica da concorrência. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, v. 03, 1999.

CORDEIRO, Menezes. *Manual de Direito Bancário*. 2.ed. Lisboa Almedina: 2001.

DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. v.4. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 50, 1983.

_____. Propriedade e controle na companhia aberta – uma análise teórica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.54, 1984.

_____. O mito do controle gerencial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.66. 1987.

_____. *et al. Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FINNERTY, John D. ‘*Project finance*’: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Quality Editora, 1996.

FORGIONI, Paula Andréa. Análise econômica do direito: paranóia ou mistificação? *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. v. 77. São Paulo, 2006.

_____. *Contrato de Distribuição*. 2.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 19.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2013.

GARCIA, Letícia Simonetti. *O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado*. Dissertação (Doutorado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.53. 1984.

GUIMARÃES, Leonardo. A SPE – Sociedade de propósito específico. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.125. 2002.

HOFFMAN, Scott (Scott L). *The law and business of international project finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participants* Massachusetts, U.S.A: Kluwer Law International, 1998.

JENSEN, Michael. C.; MECKLING, Willian. H. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043#>. Acesso: 14 jul. 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Coord. *Direito das Companhias*. v.2. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

LIMA NETO, Lucas. (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações)

DE LUCCA, Newton. Direito da Empresa. *Seminário Novo Código Civil Brasileiro: o que muda na vida do cidadão*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2003.

_____. Normas de interpretação contratual no Brasil. *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. v.81. São Paulo, 2007.

_____. *Da ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e Direito Societário: poder de controle acionário e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

_____. *Aquisição de controle acionário na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PARKINSON, J.E. *Corporate Power and responsibility: issues in the theory of Company Law*. New York: Oxford University Press, 2002.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Consórcios de empresas*. São Paulo: Biblioteca Pioneira de Direito Empresarial, 1979.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*, v. 2 e 3, 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

POSNER, Richard. *Economics analysis of law*. 5.ed. New York: Aspen Law & Business, 1997.

ROE, Mark J. A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.140, 2005.

SKEEL JR, David A. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416420>. Acesso: 29 jun. 2013.

SILVA, André Luis Carvalhal da. *Governança Corporativa e decisões financeiras no Brasil*. 2.ed. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Fracassos corporativos associados a problemas de Governança Corporativa. O caso Enron*. Disponível em: <http://www.ceg.org.br/arquivos/Arquivo_1a.pdf>. Acesso: 14 jul. 2013.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Common Law – Introdução ao direito dos EUA*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

TARTUCE, Flávio. *Manual de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, São Paulo. 2011.

VALVERDE, Trajano. *Sociedades por ações*. 3.ed. v.1. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VINTER, Grahlan. *Project Finance: a legal guide*. 2.ed. London: Sweet & Maxwell, 1998.

ZANCHIM, Luiz Kleber. Intervenção e “Step-In Rights”. Um conflito de poder entre a administração pública e agente financiador nas parcerias público-privadas brasileiras. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.144, 2006.

YASBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WALD, Arnoldo. A empresa que financia outras do mesmo grupo não se caracteriza como instituição financeira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 141. 2006.

_____. Interesses societários e extra-societários na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.55, 1984.

_____. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.110, 1998.