

## **Step-in rights: uma solução para investimentos no setor elétrico?**

A crise vivida hoje pelo Brasil cria uma situação complexa: exige o aumento da capacidade de geração da economia e o desenvolvimento de infraestrutura ao mesmo tempo em que torna escassa a fonte de recursos públicos para financiamentos. Para resolver esse impasse, a Lei de Concessões (Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995) pode abrir possibilidades não evidentes à primeira vista.

O *project finance* é mecanismo de financiamento pelo qual os financiadores contam com o fluxo de caixa e com os ativos provenientes de um projeto como fontes primárias de pagamento e como garantia do capital investido. Esse mecanismo possibilita a diluição dos riscos de projetos, fazendo com que o Estado deixe de ser o principal investidor em projetos, passando a função à iniciativa privada.

Nesse contexto, o art. 27-A da Lei de Concessões (introduzido pela Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015) concede aos financiadores e garantidores o direito de assumirem o controle ou a administração temporária da concessionária para promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade dos serviços. Esse direito de origem anglo-saxã é comumente conhecido como *step-in right*, mas pouco explorado no Brasil.

A possibilidade de assumir o controle ou a administração temporária é particularmente relevante nas operações de *project finance*, pois não interessa ao credor executar as garantias obtidas pelo financiamento. Isso porque tipicamente os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. Mais interessante ao credor é a continuidade do empreendimento, permitindo que o fluxo de caixa e os ativos gerados compensem o capital investido.

O setor elétrico brasileiro é exemplo de ambiente regulatório favorável à estruturação de projetos pela via do *project finance*<sup>1</sup> e tem procurado atrair tanto capitais públicos quanto privados. Os principais fatores que contribuem para o sucesso do modelo do *project finance* no setor são:

- (i) exigências de grandes inversões iniciais de capital ao mesmo tempo em que o fluxo de caixa é previsível e estável, possibilitando aumento considerável da alavancagem financeira;
- (ii) os ativos de geração e transmissão de energia são fisicamente identificáveis e, portanto, podem ser econômica e legalmente segregados por meio de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE)<sup>2</sup>; e
- (iii) existência de um ambiente regulatório estável.

Cabe indagar como o *project finance* e os *step-in rights* se complementam no setor elétrico brasileiro. O *step-in* pode se dar de duas maneiras: cessão de controle sem escopo de garantia ou cessão de controle como garantia.

Isso fica evidenciado a partir da Lei nº 10.848 de 15 de março de 2004, que ficou conhecida como "marco regulatório" do setor e foi regulamentada pelo Decreto nº 5.163 de 30 de julho de 2004.

A primeira é viabilizada pelo art. 9º da Resolução Normativa nº 484, de 17 de abril de 2012, que permite a assunção do controle societário da empresa por seus financiadores para reestruturação financeira e para assegurar a continuidade da prestação dos serviços de energia elétrica.

<sup>1</sup> Isso fica evidenciado a partir da Lei nº 10.848 de 15 de março de 2004, que ficou conhecida como "marco regulatório" do setor e foi regulamentada pelo Decreto nº 5.163 de 30 de julho de 2004.

<sup>2</sup> O *Papel do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de Project Finance*. Nelson Fontes Siffert Filho, Leonardo de Almeida Alonso, Eduardo Barros das Chagas, Fernanda Rechtman Szuster e Claudia Sardenberg Sussekind

### São Paulo

Av. Brig. Faria Lima, 2601  
12º andar - 01452-924  
São Paulo, SP - Brasil  
Tel: (11) 3555 5000

### Brasília

SBN, Q 1, BI B, 14, Ed. CNC  
2º andar, sl. 201 - 70041-902  
Brasília - DF - Brasil  
Tel. (61) 2109 6070

### Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 440  
15º andar - 22250-908  
Rio de Janeiro, RJ - Brasil  
Tel: (21) 3503 2000

Boletim  
dezembro 2015

A segunda via também é possível, pois o art. 5º da Resolução Normativa nº 532, de 14 de janeiro de 2013, faculta aos sócios de sociedades concessionárias, permissionárias e autorizadas de geração oferecer ações em garantia.

É bem verdade que o art. 5º da Resolução nº 532 determina que a implementação de uma cláusula de *step-in* dependerá da anuência prévia da Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel). Mas seria possível obter a autorização final já no momento da contratação da operação, sem esperar inadimplemento para solicitá-la? A questão é importante, porque a obtenção da autorização em tese confere segurança aos financiadores para desembolsarem os recursos, o que não ocorreria se tivessem de esperar pelo inadimplemento para obtê-la.

Interpretação restritiva na matéria é inadequada. Primeiro por atentar contra as disposições liberalizantes do artigo 27-A da Lei de Concessões, que têm por fim a atração de financiamentos para o setor de infraestrutura brasileiro. Mas também porque o processo de autorização prévia a ser seguido é aquele estatuído pela própria Resolução nº 532. Esse regime é compatível com a autorização prévia a ser obtida logo no desembolso dos recursos pelos financiadores, e cuja eficácia ficaria condicionada ao inadimplemento de principal e juros devidos a financiadores.

Conclui-se que o *project finance* é especialmente interessante no setor elétrico. Porém, pode ser ainda mais caso a experiência brasileira consolide estratégias como a dos *step-in rights*. Esse caminho motivaria investidores e resultaria no desenvolvimento da infraestrutura brasileira, até aqui precária, se observado em futuros contratos de obras de transmissão e de geração de energia elétrica. Estamos em bom momento para refletir sobre isso, às vésperas daquele que é chamado o "maior leilão de transmissão da história", a ocorrer em fevereiro de 2016, de acordo com a Aneel.

Eduardo Salomão Neto  
esalomao@levysalomao.com.br

Fabio Kupfermann Rodarte  
frodarte@levysalomao.com.br

## São Paulo

Av. Brig. Faria Lima, 2601  
12º andar - 01452-924  
São Paulo, SP - Brasil  
Tel: (11) 3555 5000

## Brasília

SBN, Q 1, BI B, 14, Ed. CNC  
2º andar, sl. 201 - 70041-902  
Brasília - DF - Brasil  
Tel. (61) 2109 6070

## Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 440  
15º andar - 22250-908  
Rio de Janeiro, RJ - Brasil  
Tel: (21) 3503 2000