

## O PAPEL DO AGENTE NO PROJECT FINANCE

The role of the agent in the project finance

Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura | vol. 5/2018 | p. 77 - 105 | Abr - Jun  
/ 2018  
DTR\2018\14236

---

Fabio Kupfermann Rodarte

Especialista em Direito Bancário e Operações Financeiras. Graduado na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Advogado. [frodarte@levysalomao.com.br](mailto:frodarte@levysalomao.com.br)

Área do Direito: Financeiro e Econômico

Resumo: O financiamento à infraestrutura a partir do project finance é uma realidade no Brasil há décadas. A falta de normas específicas sobre o assunto, entretanto, dá margem a incertezas para os participantes dessas transações e, em especial, para a figura do "agente", que exerce papel central na condução e organização do project finance. Após estudo do conjunto normativo brasileiro, este artigo conclui que um agente pode ser validamente indicado por um conjunto de credores para representá-los em operações de project finance e para a administração de garantias e covenants comuns a esses financiamentos. Também se concluiu que, das atividades do agente, podem emergir formas de ingerência judicial sobre os tomadores de empréstimos, comunicando responsabilidades pelo controle dos projetos financiados.

Palavras-chave: Project finance – Empréstimo sindicalizado – Agente – Garantias – Poder de controle

Abstract: During the past few decades, project finance arrangements have been widely used in infrastructure projects in Brazil. However, the lack of specific rules regarding the subject creates legal uncertainty for the parties involved, particularly in relation to the "agent", who plays a central role in the organization of the project finance operation. After analyzing the Brazilian legal system, this article concludes that an agent can be validly appointed by a group of lenders to represent them in project finance transactions and to manage the guarantees and covenants related to such transactions. This article also concludes that the agent's activities may result in legal liability for the lenders for contingencies of the financed projects.

Keywords: Project finance – Syndicated credit agreement – Agent – Guarantees – Control

Sumário:

### 1.Introdução - 3Project finance

Este trabalho tem por objetivo a compreensão do papel desempenhado pelo agente em operações de financiamento à infraestrutura por meio do modelo de project finance, bem como a análise do conjunto de direitos e deveres aplicável e esse agente.

Antes, porém, é preciso entender o modelo sobre o qual se funda o project finance, ou seja, o modelo de empréstimos diretamente sindicalizados. Por essa razão, o presente estudo cinde-se em três etapas: (i) funcionamento e regime jurídico do empréstimo diretamente sindicalizado e da atividade do agente; (ii) funcionamento, regime jurídico e peculiaridades do project finance em relação ao empréstimo sindicalizado comum; e (iii) funções e responsabilidades do agente no project finance.

Na primeira parte, serão delineadas as características essenciais aos empréstimos diretamente sindicalizados e a participação do agente em tais empréstimos. A seguir, essa estrutura de financiamento será analisada à luz do direito brasileiro, identificando-se o regime jurídico aplicável e eventuais dificuldades advindas da falta de

regras específicas. Na segunda parte, será estudado o funcionamento do project finance, com destaque a suas diferenças em relação ao empréstimo sindicalizado comum. Essas conclusões levarão a um exame próprio das atividades do agente no project finance, que constitui a terceira e última parte do trabalho.

O empréstimo diretamente sindicalizado funda-se na associação entre dois ou mais bancos sob a coordenação de uma instituição financeira "agente" para a concessão de empréstimos a um determinado tomador. Esse modelo é tipicamente utilizado quando uma empresa tomadora demanda volumes expressivos de capital para a satisfação de suas necessidades, tornando a divisão dos riscos de crédito necessária ou pelo menos útil aos financiadores envolvidos.

Essas operações tendem a seguir um percurso ditado pela prática jurídica anglo-saxônica. De início, a empresa interessada na obtenção de capital contata um banco como seu mandatário para que este negocie a formação de um "sindicato" de mutuantes. O banco mandatário<sup>1</sup> atua até a formação do sindicato e assinatura do contrato de abertura de crédito. Superada essa etapa preliminar, os bancos designam um agente, que centralizará o trabalho administrativo de organização do empréstimo.<sup>2</sup>

As funções do agente incluem: (i) recebimento e repasse de recursos dos bancos credores ao tomador e vice-versa; (ii) verificação do integral atendimento das condições determinadas pelos credores para o desembolso dos créditos<sup>3</sup> (como o registro do empréstimo junto ao Banco Central do Brasil, em caso de mútuo envolvendo entidade situada no país a empresa estrangeira); (iii) recebimento de notificações do tomador em nome dos credores; (iv) cálculo de taxas de juros em caso de mútuos sujeitos a taxas flutuantes; (v) análise periódica de informações contábeis e demonstrações financeiras exigidas pelos credores e fornecidas pelo tomador; (vi) declaração de vencimento antecipado,<sup>4</sup> caso o devedor incorra em eventos de inadimplemento (events of default) previstos no contrato de abertura de crédito;<sup>5</sup> e (vii) representação dos credores em contratos de garantia, desde sua constituição e até o término de sua vigência.

Em regra, o agente é apenas representante dos bancos, não podendo ser processado pelo mutuário em caso de inadimplemento de algum dos credores. Um inconveniente dessa estrutura aos bancos credores é que o desembolso dos credores ao agente para posterior repasse aos mutuários não desonera esses mutuantes no caso de o agente tornar-se insolvente após o recebimento dos valores e antes de repassá-los ao tomador.<sup>6</sup> Por outro lado, se o tomador transferir recursos a agente que se torne insolvente antes da distribuição aos financiadores, sua dívida estará quitada.

Compreendido o funcionamento do empréstimo sindicalizado, cabe verificar sua licitude e regimento jurídico no Brasil. Ressalva-se, entretanto, que as observações destacadas neste item restringem-se a operações regidas pelo direito nacional, o que na prática deve excluir sindicatos de bancos estrangeiros, tendentes a optar pela aplicação das normas de seus países de situação, pela lei inglesa ou pela lei de Nova Iorque.<sup>7</sup>

Ao delimitar o contrato de sociedade, o Código Civil (LGL\2002\400) dispõe:

Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados.

O empréstimo sindicalizado cumpre os requisitos do contrato de sociedade, uma vez que há emprego de recursos em comum administrados pelo agente com objetivo de obtenção de lucro a ser repartido entre os bancos.<sup>8</sup>

Há entendimento no sentido de se tratar o empréstimo sindicalizado de sociedade em conta de participação, pois o agente vale-se da própria personalidade jurídica para conduzir suas funções (os negócios sociais), dispensando a personalidade jurídica da sociedade.<sup>9</sup> Entretanto, na sociedade em conta de participação, a responsabilidade perante terceiros é, de modo geral, exclusiva do sócio ostensivo, sendo os demais sócios obrigados, tão somente, perante o sócio ostensivo.<sup>10</sup> Já no sindicato dos bancos, cada participante tem sua obrigação autônoma de pagamento ao mutuário.

Por esse motivo, é mais acertado o entendimento de que o sindicato configura uma sociedade em comum (não personificada).<sup>11</sup> Essa sociedade é regida pelos artigos 986 a 990 do Código Civil (LGL\2002\400) e subsidiariamente pelas regras da sociedade simples.<sup>12</sup> O conjunto normativo aplicável persiste até o eventual registro (não obrigatório) dos atos societários sob alguma das formas determinadas pelo Código Civil (LGL\2002\400), o qual nunca ocorrerá nos empréstimos diretamente sindicalizados. A ausência de arquivamento ou registro de contrato social não torna a sociedade irregular, mas a enquadra dentro do tipo societário trazido pelo Código Civil de 2002, o da sociedade em comum.<sup>13</sup>

O agente atua como administrador da sociedade em comum, praticando um complexo de atividades para a condução dos interesses econômicos dos sócios-credores. Isso significa que sua substituição dependerá de deliberação unânime de todos os sócios.<sup>14</sup> Essa substituição deve ser condicionada à designação de um novo agente, de modo a evitar lacunas na condução dos negócios sociais. A complexidade documental inerente a essa troca pode ser maior ou menor a depender dos contratos e das garantias que tenham de ser aditados ou cedidos para refletirem a mudança de agente.

A condição de administrador do agente parece estranha à primeira vista, dado que a sociedade em comum é regida subsidiariamente pelas regras da sociedade simples e estas fazem referência ao administrador como pessoa natural.<sup>15</sup> Porém, os artigos que regulam a sociedade em comum não restringem a possibilidade de os sócios serem pessoas jurídicas e ainda permitem que qualquer sócio pratique atos de gestão.<sup>16-17</sup>

Cabe ao administrador, além, é claro, dos deveres de diligência, prestar contas aos demais sócios e apresentar anualmente documentação de resultados (artigo 1.020 do Código Civil (LGL\2002\400)). Já a responsabilidade do agente perante terceiros atenderá às normas do mandato, por escrito ou tácito, como determina o artigo 1.011, § 2º, do Código Civil (LGL\2002\400). Essas regras vinculam o mandante às obrigações contraídas e negócios estipulados pelo mandatário, mas também obrigam o mandatário a indenizar prejuízos causados por culpa ou excesso de poderes. É recomendável, portanto, uma delimitação clara dos limites de representação do agente em relação ao sindicato (através, por exemplo, da inclusão de cláusulas específicas no contrato de crédito ou de um "contrato de agente", agency contract na prática anglo-saxônica).<sup>18</sup>

Importante que não se confunda o papel do agente enquanto mandatário com a figura do comissário, prevista nos artigos 693 a 709 do Código Civil (LGL\2002\400). Duas são as diferenças essenciais. Em primeiro, o contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou venda de bens. Já o mandato, engloba maior espectro de finalidades, como a administração de negócios do mandante (no caso, o sindicato de bancos).<sup>19</sup>

Em segundo, está o fato de que o mandatário age por conta e em nome alheio, enquanto o comissário age sempre em nome próprio, mas por conta de outrem.<sup>20</sup> São contratos com causas distintas, que não se confundem.<sup>21</sup> O comissário nem mesmo precisa expor o nome do comitente em contrato celebrado com terceiros, podendo o acordo de comissão inclusive proibir essa exposição.<sup>22</sup> A responsabilidade do agente perante terceiros se rege pelas regras de mandato, porque o agente atua em nome alheio (dos credores). Ainda quando o agente atua na celebração de contratos de garantia, ele o faz enquanto representante dos credores do sindicato, como detalhado adiante.

De tudo que foi dito, já é possível concluir pela legalidade da figura do agente em empréstimos diretamente sindicalizados sob a ótica da legislação brasileira. Mesmo que a figura desse agente careça de uma regulamentação específica até o momento, uma interpretação conjunta das normas civis possibilita a indicação de um agente como representante dos bancos credores em um sindicato.

A despeito de não haver definição explícita da figura do agente, a construção jurídica dessa parte não parece descolada, nem alienígena, ao direito brasileiro, que, ao tratar de certas operações no mercado de capitais, já prevê, expressamente, o conceito de um agente atuando em nome de um grupo de credores. Exemplo é a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), na qual é possível conferir poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários a um "agente fiduciário".<sup>23</sup>

Mais evidente é a obrigatoriedade de intervenção do agente fiduciário na emissão de debêntures.<sup>24</sup> A função do agente fiduciário é representar o interesse comum dos debenturistas, visando a superar dificuldades técnicas e financeiras que ocorreriam caso cada um dos debenturistas precisasse defender seus interesses particulares.<sup>25</sup> A isso, soma-se o poder de gestão do agente fiduciário, que comunicará aos debenturistas o estado e situação da emissora e do crédito.<sup>26</sup>

As semelhanças entre os deveres dos agentes na emissão de debêntures e no empréstimo diretamente sindicalizado são evidentes. Por exemplo, ambos os agentes têm as mesmas obrigações de cuidado e diligência, de prestação anual de contas, de informação dos fatos relevantes e a mesma atribuição de competência para declaração de vencimento antecipado, caso o devedor incorra em eventos de inadimplemento.<sup>27</sup>

Outra semelhança, essa bem menos evidente, é quanto à capacidade processual do agente. Na emissão de debêntures,

[...] o agente fiduciário é o próprio autor da ação quanto à proteção dos direitos e interesses da comunhão dos debenturistas. Ou seja, atua nesse caso, como substituto processual, sendo a sua legitimação extraordinária e exclusiva.<sup>28</sup>

Já o agente do sindicato, em uma primeira leitura, não poderia substituir os credores em eventual litígio, uma vez que, conforme o artigo 18 do Código de Processo Civil (LGL\2015\1656), "ninguém poderá pleitear direito alheio em nome próprio, salvo quando autorizado pelo ordenamento jurídico".

Ocorre que o Código de Processo Civil (LGL\2015\1656) não se omitiu sobre a situação das sociedades não personificadas. Em seu artigo 75, inciso IX, determina que os entes organizados sem personalidade jurídica serão representados ativa e passivamente pela pessoa a quem couber a administração de seus bens (no caso do empréstimo sindicalizado, o agente).<sup>29</sup> Assim como os artigos do Código Civil (LGL\2002\400) que regem a sociedade em comum, também o novo Código de Processo Civil de 2015 não faz distinção entre administrador pessoa física ou jurídica, o que permite a representação do sindicato por agente pessoa jurídica.<sup>30</sup> Assim, também o agente no empréstimo sindicalizado possui capacidade processual, dessa vez como representante dos credores, e não como seu substituto processual.

Viu-se no item anterior que a construção de um regime delineador das atividades do agente em empréstimos diretamente sindicalizado é legalmente possível. Entretanto, ela depende do enfrentamento de lacunas que podem gerar dissenso e insegurança jurídica, como a conformação do sindicato de bancos credores enquanto sociedade em comum, a configuração do agente enquanto administrador e sua responsabilidade perante terceiros sob as regras do mandato. Este trecho proporrá mais alguns exemplos de dificuldades que podem advir da falta de delineamento jurídico claro sobre a figura do agente, sem, porém, esgotá-los.

Inicialmente, cabe mencionar a possibilidade de conflito de interesses em que pode incidir o agente. Diversos tipos de conflito podem emergir na prática. A título de exemplo, tem-se um agente que ocupa as funções de agente e credor em dois sindicatos distintos. Ele pode optar por retardar a execução de um crédito em favor de outro, no qual tenha maior percentual de participação.<sup>31</sup> Sabendo que o agente desempenha o papel de administrador do sindicato (sociedade em comum), deve-se observar o artigo 1.017 do Código Civil (LGL\2002\400),<sup>32</sup> segundo o qual o administrador que tome parte em operação na qual tenha conflito de interesse responderá perante a sociedade por perdas e danos.<sup>33</sup>

Sobre isso, a título de analogia, o artigo 66, § 3º, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A."), determina que não pode ser agente fiduciário na emissão de debêntures a pessoa que, de qualquer modo, se coloque em situação de conflito de interesses em relação aos debenturistas. Exemplos seriam o agente fiduciário que é credor da sociedade emissora ou de suas controladas, o que já exerce a função em outra emissão da mesma companhia, entre outros, verificados, caso a caso, de modo a averiguar se o interesse do agente se opõe ao da comunhão de debenturistas.<sup>34</sup> Eventual regulamentação do agente nos empréstimos diretamente sindicalizados seguramente deveria vedar o exercício do cargo por pessoas em manifesto conflito, oferecendo maior segurança ao conjunto de credores representados.

Uma segunda questão é sobre o sigilo das informações recebidas pelo agente. As informações sobre o tomador do empréstimo que tiverem sido recebidas pelo agente fora dessa qualidade de agente não poderão ser repassadas aos credores do sindicato, uma vez cobertas pelo sigilo bancário. Isso porque a Lei Complementar 105, de 10 de janeiro de 2001, determina que as instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. Assim, as informações recebidas em outras operações pelo agente devem ser mantidas em sigilo, ainda que o contrato de agente e o contrato de abertura de crédito não o digam.<sup>35</sup>

Outra dúvida é sobre a possibilidade de constituição de garantias por intermédio do agente.

As principais garantias oferecidas em operações de empréstimos sindicalizados são: fiança, penhor, hipoteca, propriedade fiduciária e alienação fiduciária.

O penhor é garantia real<sup>36</sup> que recai sobre bens móveis suscetíveis de alienação. O penhor constitui-se mediante transferência da posse efetiva (exceto nos casos de penhor rural, industrial, mercantil, de veículos, e sobre bens incorpóreos equiparados a bens móveis pelo Código Civil (LGL\2002\400), como os direitos, em que a coisa empenhada continua em poder do devedor).<sup>37</sup> Essa transferência pode ocorrer ao credor ou "a quem o represente", nos termos do artigo 1.431 do Código Civil (LGL\2002\400).<sup>38</sup> Logo, o agente, na posição de representante dos credores, poderia receber o penhor, sempre como representante dos bancos emprestadores.

Já as demais garantias referidas não são objeto de regras expressas de que podem ser constituídas em favor dos representantes do credor. Isso não significa que o agente esteja impedido de figurar nos contratos de garantia, como representante dos credores, pois, afinal, a possibilidade de representação em negócios jurídicos é regra que se impõe, salvo exclusão expressa na lei. Também, aqui, a garantia estará constituída em favor dos credores (e não do agente). Contratos como esse são, inclusive, comuns em operações de empréstimos diretamente sindicalizados.

Última restrição deve ser mencionada. Caso os credores sejam entidades estrangeiras, não poderá ser constituída alienação fiduciária em favor deles.<sup>39</sup> Isso porque a alienação fiduciária foi introduzida no direito brasileiro pela Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina os mercados financeiro e de capitais e formou-se entendimento de que a garantia só poderia beneficiar instituições integrantes desses mercados no Brasil.<sup>40</sup>

Contudo, isso nem tanto significará, na prática, uma vez que o Código Civil de 2002 passou a disciplinar a propriedade fiduciária, instituto análogo à alienação fiduciária, e eliminou dúvidas quanto à possibilidade de qualquer credor se beneficiar desse tipo de garantia. Ambas as garantias não integrarão eventuais processos de recuperação judicial e extrajudicial ou falência do devedor, o que significa que podem ser executadas em separado, a partir de procedimentos mais céleres.<sup>41</sup>

Uma das consequências da aplicação do regime fiduciário do Código Civil (LGL\2002\400) é que, enquanto a Lei 4.728/65 permite a alienação fiduciária sobre bem fungível ou infungível, o Código exclui os bens fungíveis da propriedade fiduciária. Essa limitação é, entretanto, contornável na maioria dos casos, uma vez que a fungibilidade não é característica objetiva dos bens, mas da abordagem subjetiva de quem os descreve. Assim basta identificar os bens de maneira única, por exemplo, especificando o número de série ou outras características próprias de ações de sociedades anônimas alienadas fiduciariamente, ou, no caso de créditos, descrevê-los precisamente, como créditos decorrentes de depósitos feitos em determinada conta bancária.<sup>42</sup>

### 3 Project finance

Percebido o papel do agente em empréstimos diretamente sindicalizados e superadas algumas dúvidas que podem surgir diante da ausência de disciplina específica, resta verificar como esse agente se comporta em uma operação de project finance e quais as limitações impostas pelo direito brasileiro. Antes, porém, faz-se necessário definir o project finance e esclarecer seu funcionamento e peculiaridades.

O conceito de project finance deriva do direito anglo-saxônico, sendo sua tradução literal para o português imprecisa. Isso porque não se trata de qualquer "financiamento de projeto", mas sim de forma específica de captação de recursos.

O project finance pode ser empregado quando uma instalação ou conjunto de ativos forem capazes de operar de modo lucrativo, como uma unidade econômica independente.<sup>43</sup> Trata-se de técnica de captação de recursos para uma destinação específica, em que o financiador concede um empréstimo vinculado à exploração de certo projeto, aceitando, como fontes primárias de pagamento, a capacidade de geração de receitas do projeto financiado, e os ativos alocado a ele.<sup>44</sup> Forma comum de instrumentalizar o project finance é a partir da constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), com patrimônio segregado voltado à exploração do projeto, a qual tomará os financiamentos e será proprietária dos ativos financiados.

Em regra, o project finance não deixa de ser uma operação de empréstimo sindicalizado,<sup>45</sup> mas envolve uma estrutura contratual mais complexa, com a adição de uma série de instrumentos e garantias para o controle sobre a geração de renda do projeto financiado. Essa complexidade faz o project finance mais conveniente em obras de alto valor, que requerem grandes aportes de capital, como normalmente são projetos de infraestrutura. No Brasil, o project finance destaca-se, por exemplo, em construções de usinas de geração de energia, obras rodoviárias e na exploração de óleo e gás.

Devido à alta demanda de capital, é comum no plano internacional que a sociedade do projeto (normalmente a SPE) obtenha financiamentos de diversas fontes, incluindo bancos comerciais, agências de crédito à exportação, fundos de investimento, instituições multilaterais de crédito e bancos de desenvolvimento (além dos recursos levantados com a emissão de títulos de dívida nos mercados de capitais nacional e internacional).<sup>46</sup> Essa multiplicidade de participantes gera uma complexidade no relacionamento entre eles e, por conseguinte, a necessidade de uma organização centralizada de seus interesses de crédito. Assim, além da usual celebração de contratos entre credores (intercreditor agreements),<sup>47</sup> faz-se também necessária a escolha de um agente para a centralização de funções administrativas, incluindo o monitoramento do projeto e a representação dos financiadores em contratos de garantias.

Essa pluralidade de fontes de financiamento tem a tendência de se tornar mais comum no Brasil, dado que o principal financiador histórico de obras de infraestrutura no Brasil (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES) tem demonstrado menor propensão à liberação de créditos desde 2015, em razão das dificuldades econômicas enfrentadas pelo Brasil.<sup>48</sup>

É importante destacar que os interesses dos financiadores do project finance divergem em certa medida dos interesses dos financiadores em operações de empréstimos sindicalizados comuns. A dependência do fluxo gerado pelo projeto justifica diferença marcante na matéria dos eventos de inadimplemento. No caso do project finance, a sanção pelo evento de inadimplemento não é apenas o vencimento antecipado e a execução de seus ativos, mas também a possibilidade de os bancos financiadores restringirem certas decisões relativas ao projeto e influenciarem suas decisões administrativas. Isso porque, tipicamente, os ativos da sociedade do projeto valem menos se vendidos separadamente do que a dívida incorrida para adquiri-los. Levar o vencimento antecipado às últimas consequências serviria apenas para precipitar a falência do projeto e a liquidação dos ativos em valor inferior ao investimento realizado.<sup>49</sup> Mais interessante ao credor é a continuidade do empreendimento, permitindo que o fluxo de caixa e os ativos gerados compensem o capital investido.

Isso tem reflexos no campo das garantias, uma vez que a intenção do credor de executá-las para quitação de suas dívidas é apenas secundária no project finance.<sup>50</sup> A existência de garantias cumpre outros propósitos, por exemplo: dar aos credores acesso

a todas as receitas relativas ao projeto, com preferência sobre terceiros; permitir que os financiadores assumam o comando da administração da sociedade do projeto;<sup>51</sup> impedir que terceiros alheios ao projeto compartilhem ou restrinjam o acesso de financiadores às receitas do projeto;<sup>52</sup> e exercer pressão sobre a operação do projeto. Apesar de a concessão de empréstimos estar lastreada nos retornos de um projeto, a constituição de garantias também é determinante no project finance e ajuda a eliminar riscos considerados inaceitáveis para muitos financiadores, aumentar a oferta de créditos e reduzir seus custos diretos. Portanto, é comum que os empreendimentos dessa natureza utilizem pacotes complexos de garantias sobre recebíveis e outros ativos.<sup>53</sup>

São garantias comuns em operações de project finance:<sup>54</sup>

hipoteca sobre o imóvel de propriedade da sociedade do projeto onde o projeto é desenvolvido e seus acessórios, incluindo acessões, melhoramentos ou construções;<sup>55</sup>

penhor industrial e mercantil sobre máquinas, materiais e instrumentos voltados à exploração do projeto;

penhor ou garantia fiduciária dos direitos de crédito que detém a sociedade do projeto contra os adquirentes de sua produção ou serviços ou contra locatário ou arrendatário das instalações onde o terceiro explora o projeto; tais garantias sobre recebíveis podem constituir ônus sobre créditos já originados ou créditos futuros;

penhor ou garantia fiduciária sobre contas bancárias mantidas, no Brasil ou no exterior, com recursos do projeto ou com financiamentos recebidos;

penhor ou garantia fiduciária sobre ações ou quotas da sociedade titular do projeto; conforme o artigo 113 da Lei das S.A., o penhor e a alienação fiduciária sobre ações não impedem o acionista de exercer o direito de voto, mas o contrato de penhor poderá proibir o acionista devedor de votar em certas deliberações sem o consentimento do credor; entre essas deliberações, aquelas relacionadas com o desenvolvimento do projeto, como a alteração de política de dividendos e obtenção de empréstimos não relacionados à condução do projeto;<sup>56</sup> o devedor fiduciário, da mesma forma, só poderá exercer o direito de voto nos termos no contrato fiduciário.<sup>57</sup>

É comum que estruturas de project finance adicionem a essas garantias três outras

modalidades assecuratórias das pretensões dos credores: os covenants, as ações preferenciais de classe especial e os step-in rights.<sup>58</sup>

Os covenants são compromissos percebidos como obrigações de fazer ou de não fazer do mutuário para a proteção dos interesses do credor e, no caso do project finance, para assegurar que não haja mudança sensível nos fluxos financeiros do projeto.<sup>59</sup> Os covenants tendem a ser numerosos no project finance, destacando-se aqueles que proíbem: mudanças sem consentimento dos credores nos planos do projeto e contratos relacionados, mudanças nos cronogramas de pagamentos, a distribuição de dividendos acima de determinados limites e a contração de novas dívidas pelo tomador com prioridade sobre os débitos devidos aos financiadores do projeto.<sup>60</sup> Outros covenants comuns, são aqueles que obrigam a manutenção de seguro sobre ativos do projeto e a limitação de grau de endividamento da sociedade preestabelecido.

As ações preferenciais de classe especial (assemelhadas às golden shares no direito inglês) conferem o direito de eleição, em votação em separado, de um ou mais membros dos órgãos da administração da companhia, além do poder de veto a alterações estatutárias (artigo 18 da Lei das S.A.). Essas ações visam assegurar às instituições financeiras e outros credores o direito de exercerem poderes de administração e de decisão constitutiva na vida da companhia.<sup>61</sup>

O step-in rights é um instituto de origem inglesa que permite aos agentes financiadores assumirem o controle de uma concessão no caso de o concessionário deixar de adimplir seus contratos de financiamento.<sup>62</sup> Tal instituto, que já existia no direito brasileiro, foi repaginado pela Lei 13.097, de 19 de janeiro de 2015, que permite aos financiadores e garantidores, em concessões e parcerias público-privadas (PPPs)<sup>63</sup>, o direito de assumirem o controle ou a administração temporária da concessionária para promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade dos serviços.<sup>64</sup>

A principal controvérsia em torno dos step-in rights é quanto à incidência ou não das limitações impostas pela vedação civil ao pacto comissório.<sup>65</sup> Há entendimento de que a assunção do controle só seria admitida quando exercida com o único escopo de preservar e preparar o empreendimento para excussão da garantia, ou seja, para venda judicial ou extrajudicial.<sup>66</sup> Mais correto, entretanto, é a percepção de que não incide a vedação ao pacto comissório no caso dos step-in rights, visto que os próprios artigos 27-A da Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995 (Lei de Concessões),<sup>67</sup> e 5º, § 2º, I, da Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004 (Lei das PPPs),<sup>68</sup> admitem a transferência das ações da sociedade titular da concessão aos financiadores de modo permanente. Essas regras devem prevalecer sobre o Código Civil (LGL\2002\400), já que são mais recentes, específicas e consentâneas com o propósito do desenvolvimento da infraestrutura nacional.<sup>69</sup>

Delineados o funcionamento e as peculiaridades do project finance, passa-se ao estudo do comportamento do agente nessa estrutura de financiamento. Cabe antecipar que o papel do agente não poderia passar imune diante das complexidades e particularidades do project finance em relação ao empréstimo sindicalizado comum. Aqui, além das dificuldades inerentes à construção jurídica da figura do agente e de sua falta de regulamentação própria, é preciso enfrentar também as distintas motivações do grupo de credores que o agente representa.

Nas operações de project finance, o controle sobre os fluxos de capital recebidos e gerados pelos projetos é tão relevante aos credores, que é comum a abertura de contas específicas para esses valores assim como é usual o estabelecimento de um conjunto de regras próprias destinadas ao gerenciamento dessas contas.<sup>70</sup>

Tais contas podem ser abertas em nome de um representante dos mutuantes, que se obriga a administrar os recursos conforme as instruções dos credores. É tamanha a importância dessa função, que é possível verificar em certas operações a designação de um agente específico para a administração desses fluxos, o "agente de contas".

Essa figura encontra respaldo no artigo 28-A da Lei de Concessões, que permite ao concessionário ceder fiduciariamente seus créditos operacionais futuros (como seriam os recebíveis gerados pelo projeto) e possibilita, expressamente, aos mutuantes indicarem instituição financeira para a cobrança e recebimento dos pagamentos dos créditos cedidos. Logo, permite-se a designação de um agente de contas encarregado da cobrança em conta corrente bancária vinculada ao mútuo e da posterior transferência dos valores recebidos aos bancos mutuantes.

Porém, a participação do agente no project finance não se limita ao controle de contas. Ele acumulará as funções típicas do agente do empréstimo diretamente sindicalizado comum, que incluem, por exemplo, a verificação do integral atendimento das condições determinadas pelos credores para o desembolso dos créditos, o recebimento de notificações do tomador em nome dos bancos credores e o cálculo de taxas de juros em caso de mútuos sujeitos a taxas flutuantes. Mais ainda, o agente desempenhará papel especial na representação dos credores em contratos de garantias e no acompanhamento dos covenants e poderá adquirir participação/administração direta em projetos nos termos de step-in rights que constem dos contratos. Esse assunto merece análise particularizada, como se fará no item seguinte.

No project finance, a participação do agente enquanto representante dos credores em contratos de empréstimo e respectivas garantias requer cuidados especiais. O acompanhamento periódico dos numerosos covenants e das eventuais garantias contraídas exigem diligência máxima, uma vez que o interesse dos credores é a sobrevivência dos contratos e garantias, e não seu mero vencimento antecipado. A atuação do agente visa a prevenir o descumprimento das obrigações contraídas pelos devedores, exigindo-se do agente um acompanhamento próximo e atento, capaz de detectar problemas em seu estágio prematuro e remediá-los com maior agilidade.

Conforme observado, o desinteresse no vencimento antecipado como medida primária de cobrança do débito em caso de inadimplemento motiva um pacote de garantias e covenants que tem como uma de suas características a ingerência administrativa dos credores sobre a sociedade do projeto. O ponto mais crítico talvez seja compreender como se dará a responsabilização do agente nesses casos de ingerência ou controle sobre o devedor.

Para averiguar a responsabilidade dos agentes, cabe distinguir duas situações: aquela em que o agente não acumula a função de credor e aquela em que o agente é ao mesmo tempo credor do projeto. No primeiro caso, o agente é mero representante dos credores, o que, em regra, afastaria suas responsabilidades em caso de assunção de controle da sociedade do projeto pelos credores. Se forem os credores a assumir o controle de uma sociedade-projeto, nenhuma lógica haveria em estender a responsabilidade por atos praticados por eles também ao agente, salvo quando a atuação culposa ou dolosa do agente justifique responsabilidade por ato próprio. O que o agente não terá, entretanto, é a responsabilidade objetiva, sem dolo ou culpa, tantas vezes imputada a controlador societário mesmo quando indicou administradores idôneos para a sociedade controlada, e foram esses administradores que agiram.

No segundo caso, em que o agente também é credor, havendo eventual assunção do controle sobre a sociedade do projeto, o agente também responderá como um controlador-investidor responderia. Cabe então questionar quando existirá controle passível de responsabilização do "agente-credor".

Nos termos do artigo 116 da Lei das S.A., a caracterização do acionista majoritário requer a observância cumulativa de três requisitos: ser titular de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral; ser titular do poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e o uso efetivo do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.<sup>71</sup>

Questiona-se se haveria presença conjunta dos três requisitos do artigo 116 em uma estrutura de project finance com covenants que asseguram aos financiadores o direito de veto em determinadas matérias, proíbem mudanças nos contratos do projeto e impedem o devedor de incorrer em novas dívidas sob pena de não liberação de parcelas do financiamento. A resposta é negativa. Nesse caso, haverá, de certo, uma ingerência administrativa dos credores sobre a sociedade do projeto. Porém, os financiadores não são acionistas nem quotistas da sociedade, não detendo direitos de sócio nos termos do artigo 116 da Lei das S.A. Dessa forma, não há responsabilidade do financiador por abuso de poder de controle nos termos da Lei das S.A.

Há, nesse caso, um exemplo de "controle externo" do financiador (não acionário), exercido mediante influência dominante, em caráter duradouro, sem que a controlada possa subtrair-se à influência sem sofrer grave prejuízo econômico.<sup>72</sup> Uma vez que o controle externo decorre de vínculos contratuais ou situações fáticas não previstas pela Lei das Sociedades Anônimas (como o endividamento), prevalece o entendimento de que desse controle não resulta consequência na esfera do direito societário.<sup>73-74</sup>

No caso de serem os bancos credores detentores de golden shares, a caracterização do controle societário para fins de aplicação da responsabilidade por abuso de poder (artigo 117 da Lei das S.A.) deve ser verificada de forma casuística.

Por um lado, o poder de veto e de eleição de administrador conferido por tais ações preferenciais configura direito de sócio ou acionista. Mas o artigo 116, alínea a, da Lei das S.A. também exige, para caracterizar o controle, que esse direito assegure a maioria dos "votos" nas deliberações da assembleia-geral e o poder de "eleger" a maioria dos administradores da companhia, o que a golden share normalmente não faz. Entendendo-se os direitos de "voto" e de "eleger" como a escolha entre um número ilimitado de possibilidades, o mero poder de veto ou autorização não configura escolha e, portanto, o detentor de golden shares não será, em regra, controlador, nos termos da Lei das S.A.<sup>75</sup>

Porém, pode ocorrer que os poderes de um acionista titular de golden shares configurem controle societário. Imagine-se a hipótese de o estatuto social de uma companhia prever todas as matérias relevantes para seus negócios sociais e atribuir poderes de direção desses negócios aos seus órgãos da administração. Nesse caso, o acionista que eleger a maioria dos membros da administração será seu verdadeiro controlador. Supondo então que o detentor das golden shares tenha poder de eleger a maioria dos membros dos órgãos de administração e vedar alterações estatutárias nessa companhia, estará configurada hipótese de controle.<sup>76</sup> Entender de modo diferente, neste caso específico, seria blindar o sócio que exerce controle sobre a sociedade de sua responsabilidade por abuso de poder. Logo, o poder de controle do detentor de golden shares poderá existir, mas deve ser averiguado caso a caso.

Não menos complexo é o estudo da responsabilidade do agente-credor na implementação dos step-in rights. Como visto anteriormente, os direitos de step-in podem ser postos em prática por meio da assunção do controle da concessionária ou do mecanismo da administração temporária. No último caso, a Lei de Concessões<sup>77</sup> e a Lei das PPPs<sup>78</sup> determinam, expressamente, que não haverá responsabilidade dos financiadores e garantidores em relação à tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados. A administração temporária apresenta-se como uma via interessante de intervenção do financiador, pois prevê a possibilidade de saída (step-out) e afasta responsabilidades com as quais os credores não estão dispostos a arcar.

Por outro lado, havendo assunção de controle societário da concessionária pelos financiadores através do agente-credor a partir da implementação de step-in rights, ocorrerá transferência da propriedade de ações ou quotas, com responsabilidade dos credores no decorrer da reestruturação financeira da sociedade do projeto. A responsabilidade será dos credores que tomarem a si a participação, sendo possível a

indicação na cláusula de step-in que o agente apenas tomará a participação, devendo aos demais obrigações contratuais relativas à administração do projeto. Em qualquer caso, o agente será responsável solidariamente, sendo que a responsabilidade extracontratual importa em solidariedade, nos termos do artigo 942 do Código Civil (LGL\2002\400).

Outra consequência da implementação dos step-in rights, a partir da assunção do controle societário pelo agente-credor, é o impedimento de que esse vote em assembleia geral de credores na eventual falência ou recuperação da sociedade do projeto. Isso porque o artigo 43 da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, proíbe o voto dos sócios do devedor e sociedades controladoras.<sup>79</sup> Quando o agente-credor for representante de outros credores como sócio da sociedade do projeto, por efeito de cláusula de step-in, o impedimento não deveria se estender a esses outros. Isso porque a regra da Lei Concursal visa a moderar a influência indevida de verdadeiros sócios, interessados em receber o acervo final em liquidação. Não é o caso dos credores-titulares do step-in, que têm por interesse assegurar o recebimento de seus créditos. Nessas circunstâncias, não se deve conferir interpretação extensiva ao artigo 43 da Lei 11.101/2005.

Deixando o campo específico dos step-in rights, a Lei de Concessões<sup>80</sup> e a Lei das PPPs<sup>81</sup> determinam que a propriedade resolúvel<sup>82</sup> de ações ou quotas da sociedade do projeto por seus financiadores e garantidores configura controle, quando atender aos requisitos do artigo 116 da Lei das S.A (assegurar de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral, conferir direitos de eleição da maioria dos administradores e utilização efetiva dos poderes na direção da companhia). Os requisitos do artigo 116, porém, não serão jamais atendidos, uma vez que o credor fiduciário não é capaz de exercer o direito de voto, o qual não pode ser transferido a ele pelo devedor nos termos do artigo 113, parágrafo único, da Lei das S.A.<sup>83</sup> Se esse dispositivo era uma tentativa de estender as responsabilidades do controle societário a tais formas de garantia, é tentativa fadada ao fracasso na forma atual da lei.<sup>84</sup> Com mais razão ainda, não se pode equiparar ao controle societário o penhor de quotas ou ações, que nos termos do artigo 113 da Lei das S.A. não impede o acionista devedor de exercer o direito de voto, embora seja lícito prever no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.<sup>85</sup>

A falta de responsabilidade como controlador societário, quando assim apontada pela casuística acima, não exclui que a ingerência dos agentes-credores sobre a sociedade do projeto traga responsabilidades em outros âmbitos. Por exemplo, a responsabilidade solidária dos agentes-credores por débitos trabalhistas da sociedade do projeto em caso de direção, gerência ou controle societário desses agentes (artigo 2º, § 2º, da Consolidação das Leis do Trabalho). Nesse caso, mesmo diante da ausência dos direitos de sócio exigidos pelo artigo 116 da Lei das S.A. para a configuração do controle societário, a mera administração, direção comum ou exercício de direito de veto em grau suficiente para a Lei Trabalhista comunicará responsabilidade ao credor.<sup>86</sup>

Em apertada síntese, a instituição do agente em empréstimos diretamente sindicalizados é possível e não esbarra em ilegalidades. Entretanto, a falta de regulamentação específica da matéria leva à insegurança jurídica e desestimula as atividades de sindicatos bancários e dos agentes. Paradoxalmente, a importância desses sindicatos é crescente, dada a necessidade de repartição dos riscos de crédito e a desaceleração de investimentos pelo BNDES. Nesses casos, a figura do agente faz-se essencial para a organização de operações complexas, como projetos de infraestrutura.

As lacunas normativas preocupam ainda mais nas estruturas de project finance, já que ali o papel do agente é ainda mais extenso, envolvendo uma ampla gama de atividades essenciais, como a administração de contas e o acompanhamento de covenants e garantias. Em razão da construção de garantias com o intuito de controle e administração da sociedade do projeto, o agente-credor deverá atentar às responsabilidades que podem emergir de sua interferência sobre a sociedade tomadora,

tanto no campo societário, quanto em outras áreas do direito.

Fato é que o Brasil ainda carece de um ambiente regulatório propício ao project finance,<sup>87</sup> e que essa regulamentação não poderá esquivar-se da figura do agente, conferindo maior segurança a esse tipo de negócio e àqueles que dele dependem.

BONOMI, Cláudio Augusto; e MALVESSI, Oscar. Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos. São Paulo: Atlas, 2002.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, jun. 1999.

BUCHHEIT, Lee. How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements. Londres: Euromoney, 1995.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle da sociedade anônima. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. São Paulo: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2.

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.

FILHO, Oscar B. Regime jurídico das sociedades de investimento. São Paulo: Max Limonad, 1956.

FINNERTY, John D. Project finance. São Paulo: Qualitymark, 1998.

FRANÇOIS, Pascal; e MISSONIER-PIERA, Franck. The Agency of Loan Syndicates. 2005. Disponível em SSRN: [<https://ssrn.com/abstract=714741>]. Acesso em: 30.05.2017.

FURTADO, Lucas Rocha. Curso de direito administrativo. 5. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

KALANSKY, Daniel. A sociedade em comum: um novo tipo societário. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). Direito societário contemporâneo I. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MENDONÇA, J. X. Carvalho. Tratado de direito comercial brasileiro. 6. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1960. v. VI.

MIRANDA, Pontes. Comentários ao Código de Processo Civil. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. t. I.

SALOMÃO NETO, Eduardo; e LINS, Paulo Meira. Direito dos financiadores à concessão nas operações de project finance. In: KUYVEN, Luiz Fernando M. (Org.). Temas Essenciais de Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2002.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Financiamento de projetos com recursos internacionais (project finance). In: WALD, Arnold (Org.). Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, n. 23, p. 53-92, jan.-mar. 2004.

SASDELLI, Fabrizio O. Garantias em project finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

TEPEDINO, Gustavo; TEIXEIRA, Sálvio de F. (Coord.). Comentários ao Novo Código Civil (LGL\2002\400). Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. X.

WALD, Arnold. Comentários ao Novo Código Civil (LGL\2002\400). Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. XIV, Livro II: Do Direito da Empresa.

WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995.

WOOD, Philip R. Project finance, subordinated debt and state loans. Londres: Sweet & Maxwell, 1995.

ZANCHIM, Kleber Luiz. Intervenção e step-in rights: um conflito de poder entre administração pública e agente financiador nas PPPs brasileiras. Revista de Direito MercantilIndustrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 144, out.-dez. 2006.

ZEIN, Youmna. Les pools bancaires. Paris: Economica, 1998.

---

1 O banco mandatário é comumente designado lead manager.

2 WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Editora Sweet & Maxwell, 1995. p. 90-93.

3 Usualmente denominadas "condições precedentes" e por vezes listadas em documento próprio conhecido como Conditions Precedent Checklist, ou apenas CP Checklist.

4 Frequentemente, a competência para a declaração de vencimento antecipado é atribuída ao agente apenas depois de deliberação dos bancos credores e aprovação do vencimento por quórum mínimo definido no contrato de crédito.

5 WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 99-100.

6 WOOD, Philip R. Op. cit., p. 100.

7 Sobre essa escolha de lei aplicável, Lee Buchheit afirma que a opção pela lei inglesa e do estado de Nova Iorque tem relação com a jurisprudência desses grandes centros financeiros, que tende a favorecer a execução dos contratos financeiros conforme acordados (pacta sunt servanda), oferecendo maior previsibilidade e segurança aos credores financeiros (BUCHHEIT, Lee. How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements. Londres: Euromoney, 1995).

8 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 338.

9 FILHO, Oscar B. Regime Jurídico das Sociedades de Investimento. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 38.

10 Código Civil: Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome

individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes. Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social.

11 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 339.

12 Este tipo societário envolve regime severo de responsabilidade, impondo-se a responsabilidade solidária dos sócios perante terceiros pelas dívidas sociais remanescentes após a excussão dos bens da sociedade (WALD, Arnold. Comentários ao Novo Código Civil: Livro II: Do Direito da Empresa. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. XIV. p. 95).

13 KALANSKY, Daniel. A sociedade em comum: um novo tipo societário. In: NOVAES, Erasmo Valladão Azevedo e. Direito societário contemporâneo I. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 514. Para opinião em contrário: FONSECA, Priscila M.P. C.; e SZTAJN, Rachel. Código Civil comentado. . Álvaro V. Azevedo (Coord.). São Paulo: Atlas, 2008. v. XI: Direito de empresa, p. 161.

14 Conforme o artigo 999 do Código Civil, as modificações do contrato social, que tenham por objeto matéria indicada no art. 997 (entre as quais as pessoas incumbidas da administração social), dependem do consentimento de todos os sócios.

15 Código Civil: Art. 997. A sociedade constitui-se mediante contrato escrito, particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes, mencionará: [...] VI - as pessoas naturais incumbidas da administração da sociedade, e seus poderes e atribuições; [...].

16 Código Civil: Art. 989. Os bens sociais respondem pelos atos de gestão praticados por qualquer dos sócios, salvo pacto expresse limitativo de poderes, que somente terá eficácia contra o terceiro que o conheça ou deva conhecer.

17 Mesmo que se entendesse haver alguma obstrução ao administrador pessoa jurídica, não haveria óbice jurídico, ao menos, à indicação dos administradores do agente para o cargo.

18 WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 100.

19 TEPEDINO, Gustavo; TEIXEIRA, Sálvio de F. (Coord.). Comentários ao Novo Código Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. X. p. 225.

20 Código Civil: Art. 693. O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente.

21 "Entre o comitente e o comissário existem os mesmos direitos e obrigações que entre o mandante e o mandatário, o que aliás não quer dizer que mandato e comissão sejam a mesma coisa. A comissão, nos seus elementos internos, oferece esta peculiaridade, mas, no seu complexo, apresenta-se de forma autônoma" (MENDONÇA, J. X. Carvalho. Tratado de Direito Comercial Brasileiro. 6. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1960. v. VI. p. 292).

22 TEPEDINO, Gustavo; TEIXEIRA, Sálvio de F. (Coord.). Comentários ao Novo Código Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. X. p. 210.

23 Encargos do agente fiduciário na emissão do CRI são regidos em plano legal pelos artigos 9 a 16 da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. Já o papel do agente fiduciário na emissão do CRA é regido pelo artigo 39 da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004,

que também remete aos dispositivos aplicáveis ao agente fiduciário na emissão do CRI. Em plano regulamentar, o papel do agente fiduciário na emissão do CRI é delineado pela Instrução CVM 414, de 2004 (constante da Instrução CVM 28, de 1983). Até a data de preparo deste artigo, tramitava audiência pública para fixar procedimentos da oferta pública de CRA, que deverá reger também atividades do agente fiduciário (Audiência Pública SDM 01/2017).

24 Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976: Art. 61. A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições. § 1º A escritura de emissão, por instrumento público ou particular, de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado, terá obrigatoriamente a intervenção de agente fiduciário dos debenturistas (artigos 66 a 70).

25 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1: Arts. 1º ao 79. p. 443.

26 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônima. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1: Arts. 1º a 74. p. 912.

27 Lei das S.A.: Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão. [...] § 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia: a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios; [...].

28 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1: Artigos 1º ao 79. p. 462. A conclusão parte da análise do artigo 68, § 3º, da Lei em comento, que dispõe: Art. 68. § 3º. O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia: a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios; b) executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas; c) requerer a falência da companhia emissora, se não existirem garantias reais; d) representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora, salvo deliberação em contrário da assembleia dos debenturistas; e) tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos.

29 Esse artigo não é uma novidade do novo Código de Processo Civil de 2015, mas apenas repete o conteúdo do artigo 12, inciso VII, do Código de Processo Civil de 1973. Ao tratar da questão, Celso Agrícola Barbi afirma: "O Código de 1973 modificou essa situação e atribui à sociedade de fato a capacidade de ser parte, ativa ou passiva. No art. 12, caput, trata da representação ativa e passiva; e, no item VII, determina quem representa a sociedade sem personalidade jurídica, isto é, a sociedade de fato. Logo, passou ela a ter a capacidade de ser parte, como autora, ré, assistente, ou oponente"

(BARBI, Celso Agrícola. Comentários ao Código de Processo Civil. 5. ed. Forense, 1998. v. I. p. 146).

30 Acrescenta Pontes de Miranda, ao comentar o artigo 12, inciso VII, do Código de Processo Civil de 1973, que “nada obsta que o administrador seja pessoa jurídica” (MIRANDA, Pontes. Comentários ao Código de Processo Civil. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. t. I. p. 309).

31 “Le conflit d’intérêts est encore plus prononcé lorsque la même banque agente d’un pool P1 est em même temps agente d’un autre pool P2. Elle pourrait dans c ecas être tentée de déployer davantage d’efforts em faveur du pool dans lequel ele a la plus forte participation” (ZEIN, Youmna. Les pools bancaires. Paris: Economica, 1998. p. 132).

32 Art. 1.017. O administrador que, sem consentimento escrito dos sócios, aplicar créditos ou bens sociais em proveito próprio ou de terceiros, terá de restituí-los à sociedade, ou pagar o equivalente, com todos os lucros resultantes, e, se houver prejuízo, por ele também responderá. Parágrafo único. Fica sujeito às sanções o administrador que, tendo em qualquer operação interesse contrário ao da sociedade, tome parte na correspondente deliberação.

33 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 340.

34 Nesse sentido, o Parecer CVM/SJU 044/1984.

35 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 329.

36 Em linhas gerais, as garantias pessoais são aquelas em que um terceiro garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor caso este não o fizer ou alternativamente ao devedor. Já as garantias reais são aquelas em que um bem é reservado ao credor para pagamento de débito em caso de inadimplemento do devedor.

37 “A regra geral, a exigir transferência efetiva da posse do bem empenhado para que seja caracterizado o instituto, é excepcionada para penhores havidos em ambiente negocial próprio, estruturados como mecanismos jurídicos para a proteção de créditos de fomento ao desenvolvimento econômico” (MAMEDE, Gladston. Código Civil comentado. São Paulo: Atlas, 2003. v. XIV: Direito das coisas. Penhor. Hipoteca. Anticrese. p. 132).

38 A linguagem do artigo 1.431 é, entretanto, imprecisa. A transferência de posse direta só é feita ao credor. Em caso de representante, este será, na verdade, o detentor da coisa (MAMEDE, Gladston. Código Civil Comentado. São Paulo: Atlas, 2003. v. XIV: Direito das coisas. Penhor. Hipoteca. Anticrese. p. 130). Conforme o artigo 1.198 do Código Civil, detentor é aquele em relação de dependência para com outro (no caso o credor ou os credores) que conserva a posse em nome deste(s) credor(es) e em cumprimento de ordens ou instruções suas.

39 A alienação fiduciária transfere a propriedade resolúvel de um bem ao credor com escopo de garantia. Em regra, o devedor permanece na posse direta do bem e o credor fiduciário só poderá se apossar da garantia em caso de não pagamento da dívida no vencimento. Nesse caso, o credor fica obrigado a vender a coisa a terceiros, aplicar o preço no pagamento de seu crédito e das despesas de cobrança, e entregar o saldo, se houver, ao devedor.

40 Nesse sentido, Tribunal de Justiça de São Paulo. Decisão no Agravo de Instrumento 2078905-92.2017.8.26.0000, datada de 15 de maio de 2017. Relator Hamid Bdine.

41 Ainda assim, há maior celeridade do processo de execução aplicável à alienação fiduciária, que conta com rito próprio de busca e apreensão do bem alienado, previsto pelo Decreto-Lei 911, de 1º de outubro de 1969. Esse procedimento é mais veloz que a

excussão de garantias pelo rito do Código de Processo Civil e permite que, cinco dias após executada a busca e apreensão, ocorra a consolidação da propriedade e da posse plena e exclusiva do bem no patrimônio do credor fiduciário.

42 Sobre o tema: SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 448.

43 FINNERTY, John D. Project finance. São Paulo: Qualitymark, 1998. p. 1.

44 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. 38.

45 WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 24.

46 MUNIZ, Igor. Acordo de Subordinação de Dívida em Operações de Project Finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 197.

47 Esses contratos recebem especial atenção dos credores e são importantes na determinação de regras sobre desembolsos, ordem de pagamento, definição de quórum mínimo para a alteração de termos do financiamento, entre outros tópicos.

48 De 2007 a 2014, a carteira do BNDES cresceu mais de quatro vezes, atingindo 11% do produto interno bruto e um quinto do crédito no país. Isso mudou com o cenário de dificuldade econômica vivenciado pelo Brasil, que levou o BNDES a reduzir os empréstimos a novas operações e diminuir sua participação máxima em setores como o de transmissão de energia e de rodovias. A participação do BNDES no financiamento à infraestrutura como um todo caiu de 73%, em 2014, para 62%, em 2016, conforme dados da consultoria Inter. B. (FURLAN, Flávia; e PÁDUA, Luciano. A vida sem o BNDES. Revista Exame. 10 de maio de 2017. p. 26-37). Sobre isso também: ROSA, Sílvia. Bancos multilaterais estrangeiros ampliam atuação no Brasil. Valor Econômico. 30 de maio de 2017. Disponível em:

[[www.valor.com.br/financas/4985234/bancos-multilaterais-estrangeiros-ampliam-atuacao-no-brasil](http://www.valor.com.br/financas/4985234/bancos-multilaterais-estrangeiros-ampliam-atuacao-no-brasil)]. Acesso em: 03.06.2017. Sobre a retração nos desembolsos, confira-se a estatística do BNDES em:

[[www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-desembolsa-r%24-10-bilh](http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-desembolsa-r%24-10-bilh)]. Acesso em: 04.06.2017 e

[[www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/desemb](http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/desemb)]. Acesso em: 04.06.2017.

49 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 353.

50 "É interessante notar que a experiência ensina que a melhor garantia é o sucesso da operação apoiada e sua geração de receitas originalmente prevista" (BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: instrumento de garantia em project finance. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11. jun. 1999. p. 9).

51 "The view of banks is that events of default are not to be regarded as an opportunity to get one's money back or as an opportunity to pounce, but rather as the ability to be heard in the management of the project if things should go wrong, i.e. they confer management control in the specified cases. Enforcement is an absolute last resort which no one views as a sensible way to protect his capital. The argument is that banks do not call a halt to a project once their money is already in unless the position is totally irredeemable. The events of default are rather monitoring devices conferring opportunities to renegotiate" (WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 28).

52 SASDELLI, Fabrizio O. Garantias em Project Finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 365-366.

53 SASDELLI, Fabrizio O. Op. cit., p. 379 e BONOMI, Cláudio Augusto; e MALVESSI, Oscar. Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos. São Paulo: Atlas, 2002. p. 14.

54 Não cabe a este trabalho exaurir cada uma das garantias possivelmente utilizadas em operações de project finance. Para uma explicação mais pormenorizada de tais garantias, recomenda-se: SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, capítulos 11 e 12 e SASDELLI, Fabrizio O. Garantias em Project Finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

55 Hipoteca é direito real de garantia que recai sobre imóveis, seus acessórios, o domínio direto, o domínio útil, as estradas de ferro, os navios e as aeronaves, que apesar de não serem entregues ao credor, asseguram-lhe preferência no recebimento de seu crédito.

56 SASDELLI, Fabrizio O. Garantias em Project Finance. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 367.

57 A validade de cláusulas exigindo consentimento prévio do credor está condicionada aos objetivos de impedir o desfalque da garantia (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2: Artigos 80 ao 137. p. 198).

58 Outras modalidades podem ser usadas em casos específicos, como o usufruto de quotas, por exemplo.

59 BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: instrumento de garantia em project finance . Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, jun. 1999. p. 13-14 e SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 352.

60 WOOD, Philip R. International Loans, Bonds and Securities Regulation. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 27-28 e ANDRADE, Carlos César B. Contratos financeiros internacionais: breve introdução às cláusulas básicas dos empréstimos internacionais sindicalizados. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 532.

61 Nesse sentido, a exposição de motivos da Lei das S.A. informa: "O art. 18, sancionando práticas usuais, inclusive na participação do BNDE, autoriza a atribuição, a determinada classe de ações preferenciais, do direito de eleger representante nos órgãos da administração e do poder de veto em modificações estatutárias". No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1. p. 330.

62 ZANCHIM, Kleber Luiz. Intervenção e step-in rights: um conflito de poder entre administração pública e agente financiador nas parcerias público-provadas brasileiras. Revista de Direito Mercantil. São Paulo, 2006. v. 144. p. 194.

63 As PPPs têm o escopo de fortalecer o relacionamento entre o público e o privado, fortalecendo o Estado cooperativo e subsidiário. A PPPs pode ocorrer por meio da concessão patrocinada ou administrativa. Na primeira, além da tarifa cobrada dos usuários por serviços ou obras públicas, o parceiro privado recebe contraprestação pecuniária do agente público. Na segunda, a Administração Pública é a usuária direta ou



73 O Superior Tribunal de Justiça já decidiu sobre a não sujeição dos controladores externos às normas de abuso de poder de controle previstas no artigo 117 da Lei das S.A.: Superior Tribunal de Justiça, Recurso Especial 15.247, Relator Min. Dias Trindade, julgado em 10 de dezembro de 1991. Sustentando essa linha, também: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. São Paulo: Renovar, 2011. p. 390. A conclusão seria diferente, por exemplo, nas leis alemã e estadunidense, onde a caracterização do controle leva em conta também o fator externo (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2: Arts. 75 a 137. p. 592).

74 Para análise em sentido diverso, recomenda-se a leitura de: COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle da sociedade anônima. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, capítulo III, em especial a p. 102.

75 Nesse sentido: SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 387.

76 COMPARATO, Fábio Konder, e SALOMÃO FILHO, Calixto. o poder de controle da sociedade anônima. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, capítulo III, em especial p. 78. Para Modesto Carvalhosa, 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 acionária votante (art. 112)" (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. . 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1: Arts. 75 a 137. p. 331).

77 Lei de Concessões: Art. 27-A. § 5º. A administração temporária autorizada na forma deste artigo não acarretará responsabilidade aos financiadores e garantidores em relação à tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados.

78 Lei das PPPs: Art. 5º-A. § 1º. A administração temporária autorizada pelo poder concedente não acarretará responsabilidade aos financiadores e garantidores em relação à tributação, encargos, ônus, sanções, obrigações ou compromissos com terceiros, inclusive com o poder concedente ou empregados.

79 Em ocasião semelhante, o Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) entendeu que o credor que exerceu garantia que lhe conferia direitos políticos e econômicos sobre devedor (incluindo o direito de remover e nomear unilateralmente seus administradores) comportou-se como detentor de direitos de acionista e controlador indireto do tomador. Essa situação de controle de fato proibiu que esse credor votasse plano de recuperação judicial do devedor, com base no artigo 43 da Lei 11.101/05 (2ª Vara de Falências e recuperações Judiciais do TJSP no julgamento do Agravo de Instrumento 2097667-93.2016.8.26.0000, relator Caio Marcelo Mendes de Oliveira, julgado em 13.03.2017).

80 Lei de Concessões: Art. 27-A. § 3º. Configura-se o controle da concessionária, para os fins dispostos no caput deste artigo, a propriedade resolúvel de ações ou quotas por seus financiadores e garantidores que atendam os requisitos do art. 116 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

81 Lei de PPPs: Art. 5º-A. I - o controle da sociedade de propósito específico a propriedade resolúvel de ações ou quotas por seus financiadores e garantidores que atendam os requisitos do art. 116 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

82 Propriedade resolúvel é a propriedade subordinada à condição resolutiva ou advento de termo, que é conferida, normalmente, a credores fiduciários. Ela termina com o

advento da condição ou termo.

83 É o que diz o artigo 113, parágrafo único, da Lei das S/As: 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.

Nesse sentido: "não pode o credor pignoratício ou proprietário fiduciário votar em nome do acionista devedor, na qualidade de procurador deste. O impedimento é absoluto, em face do manifesto conflito de interesses entre credor e devedor. Não pode, portanto, o credor contornar o preceito proibitivo de voto de jure próprio, mediante o expediente da obtenção de mandato do acionista devedor, para votar em nome deste" (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1: Arts. 75 a 137. p. 479).

84 A conclusão seria diferente se o legislador tivesse optado por atribuir a responsabilidade por abuso de poder também ao credor fiduciário que seja controlador externo, ou seja, que tenha poder de controle de fato sobre a sociedade do projeto, mas que não possua direitos de voto.

85 É possível que o penhor ou garantia fiduciária sobre ações e quotas resultem poder de restringir o voto do acionista devedor. A partir dessa influência, os credores podem assumir o controle externo, em que o controlador não é acionista votante, mas é capaz de domínio a partir de vínculos contratuais (SIGOLLO, Angélica R. F. 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. Orientador Newton de Lucca. São Paulo, 2014). Cabe lembrar o entendimento dominante de que o controle externo não é hábil a responsabilizar seu detentor nos termos da Lei das S.A., mas apenas o controle interno.

86 SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 387.

87 "Com relação a isso, quando do surgimento do Project Finance no Brasil, os credores e demais participantes preocupam-se com a falta de legislação específica relacionada a esse tipo de estrutura financeira e, por que não dizer, com o risco que esses credores entendiam existir pelo fato de estarem financiando sociedades detentoras de concessões prestadas pelo Estado" (BONOMI, Cláudio Augusto; e MALVESSI, Oscar. Project finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos. São Paulo: Atlas, 2002. p. 66).