INSPER – INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

LL.M. – DIREITO DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

GARANTIAS FIDUCIÁRIAS EM FINANCIAMENTO DE PROJETOS

GUSTAVO SILVEIRA CUNHA

SÃO PAULO

2012

GUSTAVO SILVEIRA CUNHA

GARANTIAS FIDUCIÁRIAS EM FINANCIAMENTO DE PROJETOS

Monografia apresentada no Curso de LL.M. – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, sob a orientação do Professor Ivo Waisberg, como requisito parcial para obtenção de Grau de Pós Graduação Lato Sensu.

Cunha, Gustavo Silveira

Garantias Fiduciárias em Financiamento de Projetos / Gustavo Silveira Cunha; Orientador Ivo Waisberg – São Paulo: Insper, 2012

110 p.

Monografia (LL.M. – *Master of Laws*). Programa de pós-graduação em Direito. Área de concentração: Mercado Financeiro e de Capitais – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Financiamento de Projetos. 2. Garantias. 3. Cessão Fiduciária. 4. Alienação Fiduciária

FOLHA DE APROVAÇÃO

Gustavo Silveira Cunha

Garantias Fiduciárias em Financiamento de Projetos

Monografia apresentada no Curso de LL.M. – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, sob a orientação do Professor Ivo Waisberg, como requisito parcial para obtenção de Grau de Pós Graduação Lato Sensu.

Aprovada em:

Banca examinadora

Nome: _____

Instituição:

Nome: _____

Instituição:

Nome: _____

Instituição:

Aos meus pais

RESUMO

CUNHA, Gustavo Silveira. Garantias Fiduciárias em Financiamento de Projetos. São Paulo, 2012. 110 p. LL.M. (Mercado Financeiro e de Capitais). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

O presente trabalho tem como objetivo analisar as garantias fiduciárias existentes na legislação brasileira no que se relacionam às operações de financiamento de projetos ou *project finance*. Nesse sentido, ao longo desta monografia é apresentado o conceito de financiamento de projetos, suas principais características, vantagens e desvantagens, assim como o conceito de garantias fiduciárias, suas principais características e modalidades, para então detalhar as principais modalidades de garantias fiduciárias prestadas aos financiadores no âmbito do *project finance*.

Palavras-chave: Financiamento de projetos, garantias fiduciárias, cessão fiduciária, alienação fiduciária.

ABSTRACT

CUNHA, Gustavo Silveira. Fiduciary Securities in Project Finance. São Paulo, 2012. 110 p. LL.M. (Financial and Capital Markets). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

This essay aims to analyze the applicability of the fiduciary securities under the Brazilian law in relation to project finance deals. To attain the proposed goal, in the present essay there is an overview of the concept of project finance, it main characteristics, advantages and disadvantages, as well as the nature of the fiduciary collaterals, characteristics and types. Afterwards, the conclusion will analyze the fiduciary securities structures that are granted to the lenders in the project finance context.

Keywords: Project finance, fiduciary securities, fiduciary assignment, fiduciary sale.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **9**
CAPÍTULO I – GARANTIAS FIDUCIÁRIAS **15**
1.1. NOÇÕES GERAIS SOBRE GARANTIAS REAIS 15
1.2. NOÇÕES GERAIS AO CONCEITO DE FIDÚCIA 20
1.3. CONCEITO E CARACTERÍSTICAS DAS GARANTIAS FIDUCIÁRIAS 25
1.4. EVOLUÇÃO LEGISLATIVA BRASILEIRA 31
1.5. VANTAGENS E DESVANTAGENS DAS GARANTIAS FIDUCIÁRIAS 39
CAPÍTULO II – PRINCIPAIS FIGURAS DE NATUREZA FIDUCIÁRIA NO BRASIL **50**
2.1. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA 50
2.2. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE BENS IMÓVEIS 53
2.3. CESSÃO FIDUCIÁRIA DE DIREITOS CREDITÓRIOS 56
CAPÍTULO III – FINANCIAMENTO DE PROJETOS **66**
3.1. CONCEITO 66
3.2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA 71
3.3. PROJECT FINANCE X CORPORATE FINANCE 75
3.4. VANTAGENS E DESVANTAGENS 83
3.5. GARANTIAS: CONCEITO BÁSICO DE FINANCIAMENTO DE PROJETOS 88
CAPÍTULO IV – GARANTIAS FIDUCIÁRIAS EM FINANCIAMENTO DE PROJETOS **93**
4.1. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE BENS E ATIVOS 93
4.2. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE AÇÕES 95
4.3. CESSÃO FIDUCIÁRIA DE DIREITOS (RECEBÍVEIS) 99
CONSIDERAÇÕES FINAIS **103**
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **105**

INTRODUÇÃO

O financiamento de projetos surgiu da prática do comércio para apenas em um segundo momento ser objeto de estudo do direito. Sendo assim, propomos que sua análise deve partir primeiramente do ponto de vista econômico e, consequentemente, prático, para depois entendermos sob uma perspectiva jurídica.

Atualmente, as empresas, sobretudo as multinacionais e transnacionais, dedicam esforços à identificação de novas oportunidades de investimento, novos empreendimentos, mercados e produtos.

Tais oportunidades, quando se apresentam minimamente promissoras, tecnicamente viáveis e alinhadas à estratégia de negócios da empresa, são submetidas a estudos de viabilidade econômico-financeiros normalmente desenvolvidos por profissionais de finanças, assim como são analisados por advogados, a fim de vislumbrar a viabilidade jurídica do novo projeto. Os estudos resultam em planos de negócios (*business plans*) que indicam, dentre outros fatores relevantes à decisão de investimento, o volume de recursos necessários ao desenvolvimento e à execução do projeto, os fatores de risco e as taxas de retorno esperadas.

Assim, a concepção da execução de um novo empreendimento nasce dos estudos empreendidos por uma ou mais sociedades, classificadas como as patrocinadoras do projeto. A fim de compartilhar os riscos e combinar esforços, tais sociedades idealizadoras do empreendimento eventualmente podem chamar outras sociedades para também atuarem como patrocinadoras, as quais acabam se responsabilizando pela implementação conjunta do projeto.

Tratando-se de projetos de grande porte, as sociedades patrocinadoras normalmente não têm interesse, ou mesmo condições, de implementar o empreendimento exclusivamente com capital próprio. Nesse contexto, as

sociedades patrocinadoras podem optar por contratar diretamente empréstimos junto ao mercado financeiro.

Os recursos mutuados, somados à parcela do capital próprio reservada ao projeto, são então empregados pelas sociedades patrocinadoras na execução do empreendimento idealizado. Nesse caso, as sociedades patrocinadoras assumem financiamentos convencionais, mediante contratos celebrados diretamente com agentes financeiros, pelos quais respondem pessoalmente com todo o seu patrimônio, inclusive bens e atividades não associadas ao empreendimento financiado. Trata-se aqui, em sentido amplo, de um financiamento destinado ao projeto, mas não de um *project finance* no sentido estrito, o qual constitui o objeto particular deste trabalho.

Em projetos de grande porte que exigem grandes investimentos para sua realização, como costuma ser o caso de empreendimentos no setor de infraestrutura, as sociedades patrocinadoras podem não ter capacidade de assumir as obrigações associadas à integralidade do financiamento por se tratarem de projetos de longo prazo de amortização. Ademais, ainda que as perspectivas econômicas do projeto sejam muito promissoras, as sociedades patrocinadoras podem já estar muito endividadas, não tendo acesso direto ao mercado financeiro, ao menos em condições de juros e prazos consideradas aceitáveis. Ou, então, podem gozar de boas avaliações do mercado financeiro e justamente por isso não optem por assumir um endividamento de grandes proporções, que poderá prejudicar essa avaliação no futuro e, consequentemente, a sua capacidade de tomar novos empréstimos. As sociedades patrocinadoras podem ainda ter a pretensão de realizar vários outros projetos, não podendo, dessa forma, esgotar toda a sua capacidade de crédito em apenas um deles. Por fim, pode simplesmente não estar disposta a assumir o risco de, em caso de insucesso do empreendimento, ser chamada a responder por todo o financiamento com o seu patrimônio geral, inclusive bens e negócios que não guardam qualquer relação com o empreendimento financiado.

Para solucionar essas preocupações frequentes em projeto vultosos, em que as sociedades patrocinadoras não têm capacidade ou disposição de responder diretamente pelo endividamento, desenvolveu-se a técnica do financiamento de projeto.

Ao invés de permitir que todo o seu patrimônio responda pelo empréstimo, as sociedades patrocinadoras constituem uma sociedade, delimitando a responsabilidade dos acionistas, com o propósito específico de apenas explorar o empreendimento idealizado, segregando-o, assim, das demais atividades por elas conduzidas. Dessa maneira, ainda que sejam responsáveis pela integralização do capital dessa sociedade de propósito específico, as sociedades patrocinadoras provém apenas parte reduzida dos recursos necessários à execução do projeto.

É então a sociedade de propósito específico, sem qualquer histórico de atividades ou endividamento prévio, que capta os recursos faltantes juntos aos agentes financeiros. Esses membros do mercado financeiro, por sua vez, têm de basear sua decisão de concessão de crédito preponderantemente nas perspectivas de sucesso do empreendimento explorado, critérios bastante diferentes daqueles adotados em relação a empréstimos convencionais, tais como reputação, solidez financeira e histórico da sociedade financiada.

Tal confiança pressupõe uma alocação eficiente dos riscos associados ao empreendimento nos mais diversos aspectos. Assim, além da execução de diversos tipos de contratos, como por exemplo, contratos de fornecimento dos produtos ou serviços oriundos do projeto por preços pré-acordados, contrato de empreitada global para construção da planta do empreendimento e de uma imensa gama de seguros para proteger a sociedade de propósito específico de todos os riscos seguráveis, os agentes financeiros exigem, prioritariamente, como forma de compensar o maior risco assumido em função da falta de histórico e solidez da sociedade financiada, garantias sobre os bens que integram o empreendimento, sobre os direitos associados aos contratos celebrados e sobre ações representativas do capital da sociedade de propósito específico.

Com todos esses contratos de financiamento, fornecimento, empreitada, seguro, fiança, garantias, dentre outros tantos, são celebrados de forma coordenada, guardando íntima relação entre si, e tendo como objetivo comum assegurar a concessão de crédito por parte dos agentes financeiros à sociedade de propósito específico e, em última instância, o sucesso econômico do empreendimento.

Tendo em vista que a premissa básica do conceito de *project finance* é de que os pagamentos das obrigações financeiras decorrentes do financiamento serão realizados com os recursos gerados pelo próprio projeto, um dos aspectos mais importantes na estruturação de uma operação dessa natureza é justamente a análise da capacidade de geração de recursos do empreendimento. Todavia, uma forma segura de suprir qualquer incerteza de sucesso do projeto, e consequentemente garantir o retorno do empréstimo, é o estabelecimento de um conjunto de garantias em benefício dos credores, que confiaram seus recursos para viabilização do projeto.

Por conta disso, uma das questões mais relevantes e por isso amplamente discutida durante o processo de estruturação de uma operação de *project finance* é o conjunto de garantias a ser oferecido aos credores, e mesmo até que ponto tal conjunto de garantias pode descaracterizar o próprio conceito de *project finance*.

Importante mencionar que, em razão da complexidade dos projetos financiados, da influência exercida pelo direito alienígena e da inadequação de algumas das garantias típicas em face das peculiaridades dos empreendimentos, é comum, no contexto do *project finance*, a utilização de garantias atípicas, ou, no mínimo, com cláusulas atípicas.

Entretanto, a operacionalização e disciplina dessas garantias recentemente tipificadas ainda permanecem sujeitas a incertezas, uma vez que não houve tempo hábil para que tais novas formas pudessem ser suficientemente testadas em nossas cortes à luz de suas recentes leis tipificadoras. Pelo menos na prática empresarial, tem-se verificado a

possibilidade do exercício de uma ampla criatividade na estipulação de garantias, tanto típicas quanto atípicas, a fim de atender às mais variadas necessidades suscitadas pela complexidade das atuais operações econômicas.

Mais especificamente, pretende-se que esta pesquisa tenha foco na utilização das garantias fiduciárias nas operações bancárias de financiamento de projetos. A crescente opção pela cessão fiduciária nas operações de crédito bancário por conta de seus atrativos tanto para a instituição financeira credora quanto para a empresa justifica a necessidade de estudar suas características, possibilidades e vedações.

Observa-se atualmente que a cessão fiduciária, em prejuízo ao penhor (mecanismo de garantia o qual era costumeiramente empregado como garantia e que ainda subsiste em alguns casos, como por exemplo, em operações de financiamento do BNDES, devido à sua já consagração nesse tipo de operação), tem se tornado cada vez mais frequente, tendo em vista, principalmente, a não inclusão dos bens alienados fiduciariamente no concurso de credores na hipótese de insolvência ou pedido de recuperação judicial do devedor.

Na cessão fiduciária, conforme será analisada em um capítulo específico, a propriedade do bem alienado é, desde o início da operação, transferida ao credor e, somente mediante a liquidação total das obrigações do contrato, ela é devolvida em sua plenitude para o devedor. Em contrapartida, no penhor, a propriedade do bem permanece no patrimônio do devedor e no caso de inadimplemento da obrigação garantida ocorre transferência do bem empenhado para o credor, a fim de que ele o venda e, assim, satisfaça seu crédito.

Na propriedade fiduciária, por sua vez, o credor, titular da propriedade resolúvel do bem ou direito objeto da alienação fiduciária, tem direito de restituição, ou seja, direito de retirar tal bem da esfera patrimonial do devedor ou de sua massa falida. Em outras palavras, os bens e direitos alienados ou

cedidos fiduciariamente não integram a massa falida do devedor, ao contrário do que ocorre com os bens empenhados.

Assim, o presente trabalho vislumbra descrever as principais figuras de natureza fiduciária no Direito Positivo Brasileiro e inseri-las no contexto de estruturação de *project finance*, a fim de suprir as necessidades tanto de credores quanto de financiadores, na consecução de empreendimentos de grande valia para o desenvolvimento da sociedade atual.

CAPÍTULO I – GARANTIAS FIDUCIÁRIAS

1.1. Noções gerais sobre garantias reais

Inicialmente é importante diferenciar o conceito de garantias reais e de garantias pessoais.

As garantias pessoais apresentam um caráter personalíssimo, em que um terceiro compromete-se a cumprir com obrigações assumidas por um devedor em caso de inadimplemento deste. Ao prestar uma garantia pessoal, o terceiro se compromete como se devedor também fosse, sendo estabelecida uma responsabilidade do terceiro garantidor, diferente, entretanto, da criação de um débito próprio.

São espécies de garantias fidejussórias o aval e a fiança. A fiança baseia-se na confiança, fidúcia depositada no patrimônio do fiador, que em última análise deve responder pela obrigação principal. O aval por sua vez trata-se de uma declaração unilateral cuja finalidade é garantir o pagamento de um título de crédito.

Nesse sentido, as garantias pessoais conferem ao credor o direito de reclamar seu crédito perante o um terceiro no caso de inadimplemento do devedor principal. Todavia, caso este também não possua patrimônio suficiente para cumprir com a obrigação garantida, a garantia fidejussória pode se revelar ineficiente, restando ao credor apenas o direito de cobrança judicial contra o devedor e o terceiro garantidor.

Por sua vez, a garantia real caracteriza-se por conferir ao credor a prerrogativa ou a pretensão de obter o pagamento da dívida com o valor ou a

renda de um bem aplicado à sua satisfação[1]. Assim como as garantias pessoais, as garantias reais são utilizadas para assegurar o cumprimento de uma obrigação, mas com ela não se confundem. Em linha com o disposto no artigo 1.419[2] do Código Civil, só haverá garantia uma vez que existir o que garantir, isto é, a dívida.

São espécies de garantias reais o penhor, a anticrese, a hipoteca, alienação fiduciária e a cessão fiduciária.

Com uma garantia dessa natureza, o credor goza de um direito específico sobre aqueles bens oferecidos em garantia, os quais poderão somente ser alienados ou então diretamente apropriados pelo credor, quando já realizados ou convertidos em dinheiro, para a satisfação do crédito. As garantias reais permitem, portanto, que o seu titular obtenha o pagamento da dívida com o valor ou a renda de um bem vinculado exclusivamente à satisfação da obrigação que gerou o débito.

Nesse sentido, observa Silvio Venosa observa que:

> *"Quando há direito real de garantia, especializa-se um bem, isto é, individualiza-se e determina-se o que a princípio era indeterminado, respondendo ele preferencialmente por determinada dívida. Isso ocorre por motivos de oportunidade e conveniência, quando ao credor parece necessário*

---

[1] GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. Obra atualizada por Luiz Edson Fachin, 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

[2] "*Artigo 1.419 – Nas dívidas garantidas por penhor, anticrese ou hipoteca, o bem dado em garantia fica sujeito, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação.*" Lei n° 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.

> *obter maior garantia, quando a simples garantia quirografária lhe aparenta ser insatisfatória."*[3]

O vínculo não se descola do bem ou do direito cujo valor está afetado ao pagamento da dívida. Caracteriza-se, assim, o atributo da sequela, do qual as garantias reais são dotadas. Ainda que nos casos em que o devedor possa transmitir a coisa a um terceiro, esta permanecerá sempre onerada, visto que o gravame criado sempre acompanhará a coisa.

Arnoldo Rizzardo comenta tal característica:

> *"Pela sequela, a garantia não se desprende de coisa, embora esta mude de dono. Transmitindo-a o devedor a outra pessoa, é acompanhada de ônus. Não interessa a superveniência de outras alienações. Perdura o vínculo, marcando indefinidamente o bem, até operar-se a extinção da dívida. Interfere-se, pois, que o direito de disposição não é limitado pelo gravame. A disposição é sempre respeitada."*[4]

Ao assegurar ao credor o recebimento de uma dívida, por vincular determinada coisa ou direitos do devedor, ou de um eventual terceiro, ao pagamento da dívida, a criação de uma garantia garante que o bem objeto da garantia seja destacado do patrimônio geral do devedor.

É o que assevera o ilustre mestre Pontes de Miranda:

---

[3] VENOSA, Sílvio de Sávio. **Direito civil – Direitos Reais**. 7. ed., São Paulo: Atlas, 2007.

[4] RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos: Lei n° 10.406, de 10.01.2002**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

> *"O direito real de garantia tem dupla função: determina qual é o bem destinado à solução da dívida, antes dos outros bens; e pré-exclui, até que se solva a dívida, a solução, com ele, ou o valor dele, de outras dívidas. Com isso parece-se com o privilégio legal que recai sobre determinado objeto, mas ao simples privilégio que é pessoal, a despeito da eficácia erga omnes, falta o elemento de pré-exclusão, que a natureza dos direitos reais da garantia produz."*[5]

Entretanto, em relação ao patrimônio do devedor, existem algumas garantias reais cuja constituição faz com que a propriedade do bem ou do direito dado em garantia seja transferido à propriedade do credor, ainda que esta seja considerada uma propriedade resolúvel.

Devido a isso, e de forma bastante importante para o presente trabalho, vale citar a brilhante distinção entre os direitos reais de garantia (penhor, hipoteca e anticrese) e os direitos reais em garantia (garantias fiduciárias) elaborada pelo professor Fábio Ulhôa Coelho:

> *"Os direitos reais **de** garantia consistem na atribuição ao credor de uma garantia real sobre bem que continua a ser de propriedade do devedor, mesmo após a constituição da obrigação garantida. São três as garantias reais desta espécie: **hipoteca**, **penhor** e **anticrese**. Já nos direitos reais **em** garantia, a garantia real recai sobre bem originariamente do devedor, mas que passa à propriedade do credor – propriedade resolúvel, desconstituída com o adimplemento da*

[5] MIRANDA, Francisco Cavacanti Pontes de. **Tratado de direito privado – Vol. XX**. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971.

> *obrigação garantida. São duas:* ***alienação fiduciária em garantia*** *e* ***cessão fiduciária de direitos creditórios****. É relevante a classificação da garantia real numa ou noutra categoria em vista da forma de sua efetivação. Quando se cuida de direito real de garantia, a efetivação alcança-se mediante expropriação judicial do bem (no bojo de execução individual ou concursal); enquanto a de direito real em garantia faz-se pela consolidação da propriedade do bem garantido no patrimônio do credor."*[6] *(grifos nossos)*

Conforme mencionado, a garantia real vincula ao adimplemento de uma obrigação um ou mais bens ou direitos do devedor. Todavia, nos direitos reais de garantia, o bem gravado permanece na esfera patrimonial do devedor, mesmo após a celebração do contrato de garantia, enquanto que nos direitos reais em garantia, o bem gravado (originariamente do devedor) passa à propriedade (propriedade resolúvel) do credor até que a obrigação garantida seja adimplida.

No presente trabalho, serão analisadas as questões pertinentes aos direitos reais em garantia, ou seja, as garantias fiduciárias.

---

[6] COELHO, Fábio Ulhôa. **A trava bancária**, *in* Revista do Advogado n° 105. AASP: São Paulo, 2009.

1.2. Noções gerais ao conceito de fidúcia

De acordo com o Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, define-se o termo "fidúcia" como "*1. gesto confiante, comportamento ousado; atrevimento, confiança, fidúcia. 2. Derivação: por extensão de sentido. Uso: pejorativo. comportamento presunçoso; vaidade. 3. Rubrica: termo jurídico. ônus que grava a propriedade dada em fideicomisso, visto que ela pertence ao fiduciário enquanto este viver ou por outra condição estabelecida pelo testador*"[7].

Das acepções da palavra, a que melhor pode caracterizá-la no contexto jurídico é a que atinge o aspecto da confiança. A fidúcia determina uma relação pela qual uma das partes, o fiduciário, recebendo da outra, o fiduciante, na base da confiança, a propriedade de um bem, assume a obrigação de dar-lhe determinada destinação e, em regra, de restituí-lo uma vez alcançado o objetivo enunciado na criação da relação[8].

A fidúcia, no sentido de garantia, atinge objetivo e exerce função semelhante aos direitos reais de garantia. Entretanto, como já apresentada distinção, enquanto nos contratos de garantia em geral o devedor grava um bem ou um direito em garantia, os mantendo em seu patrimônio, nos direitos reais em garantia, dotados da fidúcia, diferentemente, o devedor efetivamente transmite ao credor a propriedade e a titularidade do bem ou do direito, que deverá permanecer como propriedade fiduciária do credor até que seja satisfeito o crédito. Nesse sentido, pode se considerar que as relações dotadas de fidúcia são consideradas mais eficazes.

---

[7] HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles; FRANCO, Francisco Amaral de Mello. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

[8] CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

Um dos autores intelectuais da lei que introduziu a alienação fiduciária em garantia no sistema jurídico brasileiro, José Bulhões de Pedreira, menciona que este instituto corresponde ao *trust receipt*, utilizado nos países anglo-saxões[9].

A partir da Idade Média, passou a configurar na Inglaterra o instituto do *trust*. Este se configurava pela entrega de determinados bens para que alguém administrasse e utilizasse conforme especificamente determinado, repousando esse conceito na confiança depositada naquele que recebe os bens.

Até então, o *trust* não emanava da lei ou do direito, baseando-se única e exclusivamente na confiança. Somente a partir da Idade Média é que a Corte de Chancelaria passou a compelir a restituição dos bens – aqueles que negligenciassem o dever de consciência de restituir os bens poderiam ser aprisionados até que cumprissem a obrigação de restituição do bem.

Todavia, é importante ressaltar que uma comparação entre um mecanismo criado no bojo da *common law* e qualquer construção normativa existente em nosso ordenamento, de origens romano-germânicas, deve ser feita com as devidas ressalvas.

A primeira grande cisão no sistema inglês, diferentemente da separação entre direito público e privado, consiste na distinção entre *common law* e *equity*. Tal diferenciação, assim como quase tudo nesse sistema, decorre de sua construção histórica e se funda muito mais em aspectos processuais que materiais.

Explica René David que "*a equity é um conjunto de soluções que foram, principalmente nos séculos XV e XVI, outorgadas pela jurisdição do Chanceler,*

---

[9] ALVES, José Carlos Moreira. **Da Alienação Fiduciária em Garantia**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

para completar e eventualmente rever um sistema – o da common law –, então bastante insuficiente e defeituoso”[10].

Consequentemente, certos interesses recebem uma tutela jurídica diferente se observados pela perspectiva da *equity* ou da *common law*, o que suscita certas situações extremamente controversas em nosso direito, nem sequer são objeto de discussão entre os juristas anglo-saxões.

Como exemplo, e mais relevante para o presente estudo, temos a questão da existência de mais de um direito de propriedade sobre a mesma coisa. Este desdobramento da propriedade na *common law* é observado justamente no *trust*.

Neste instituto, o proprietário de determinado bem transfere a propriedade (*legal ownership*) de determinado bem ao *trustee* normalmente com o escopo de garantir o pagamento de uma dívida ou apenas de gestão de bens para entregar as rendas ou o próprio bem a determinado beneficiário. Ou seja, o *trustee* torna-se o proprietário do bem, mas àquele que instituiu o *trust* ainda assiste o direito de propriedade segundo a *equity* (a *equitable ownership*) que pode ser invocada toda vez que o escopo da transferência da propriedade não for respeitado.

Por sua vez, ainda que a doutrina brasileira não se mostre muito controversa ao discutir a natureza da fidúcia, ou seja, uma espécie de propriedade limitada, temporária, com restrições impostas pela lei em razão de seu escopo, há notável divergência doutrinária para explicar a posição jurídica do fiduciante perante o fiduciário e terceiros, enquanto vigora a propriedade fiduciária em favor do fiduciário.

Isso acontece visto que a dicotomia da propriedade é, a princípio, incompatível com a concepção romanística do nosso direito, a qual se baseia, fundamentalmente, na exclusividade do direito de propriedade, de modo que,

---

[10] DAVID, René. **Os Grandes Sistemas do Direito Contemporâneo**. Tradução de Hermínio A. Carvalho. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

nos sistemas de tradição romana, é inadmissível a consistência simultânea de dois direitos de propriedade sobre o mesmo bem.

O pensamento majoritário da nossa doutrina é sintetizado por Melhim Chalhub, para quem "*a existência de dupla propriedade sobre o mesmo bem, como característica do trust, é uma noção incompatível com os sistemas de filiação romana. (...) Trata-se de configuração peculiar ao direito inglês, pela qual se admite a constituição, sobre o mesmo bem de uma propriedade de fruição e de uma propriedade nominal*"[11].

Cabe citar a síntese elaborada por André Carvalho Nogueira acerca das diferentes posições doutrinárias sobre as características da posição do detentor da propriedade fiduciária[12]. Orlando Gomes, por exemplo, diz que, enquanto o fiduciário possui a propriedade sob condição resolutiva do bem, o fiduciante a possui sob condição suspensiva e, portanto, uma expectativa de direito. Já Arnoldo Wald entende que o fiduciante é uma espécie de promitente comprador do bem, sob condição suspensiva.

Moreira Alves, criticando as posições anteriores, entende que o fiduciante é detentor de direito eventual ou expectativo, negando-lhe, porém a propriedade sob condição suspensiva.

Não obstante este entendimento majoritário, André Carvalho Nogueira defende que a finalidade do ato de transmissão da propriedade fiduciária, ou seja, o escopo de garantia molda sua própria natureza e conteúdo, de forma que, a partir de uma interpretação funcional do instituto, é possível esclarecer seus limites. O jurista complementa explicando que é possível que haja um sistema no qual a propriedade fiduciária em garantia conviva em paralelo com a propriedade comum do bem, cada uma conferindo aos seus respectivos

---

[11] CHALHUB, Melhim Namem. *op. cit.*

[12] NOGUEIRA, André Carvalho. **Propriedade fiduciária em garantia: o sistema dicotômico da propriedade no Brasil**, *in* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Volume 39. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

titulares um conjunto de direitos distintos, limitados pelas respectivas finalidades.

1.3. Conceito e características das garantias fiduciárias

A propriedade fiduciária é uma propriedade limitada pelas restrições que a lei impõe à sua forma e conteúdo, em virtude do objetivo para qual é constituída. Assim como pode se afirmar que seu aspecto é temporal, sempre com duração limitada em relação ao escopo para o qual tiver sido atribuída.

A constituição da propriedade fiduciária importa na afetação do bem exclusivamente à função definida em sua atribuição. Quando utilizada para fins de garantia, a propriedade fiduciária assume um caráter acessório, visto que é constituída exclusivamente com a finalidade de assegurar o cumprimento da obrigação principal, em geral pecuniária. Dessa forma, se o credor ceder seu direito creditório, a propriedade fiduciária o acompanhará, por efeito de cessão, tendo em vista o princípio segundo o qual o acessório segue o principal.

Assim conceitua Melhim Namem Chalhub:

> *"Caracteriza-se a propriedade fiduciária por ser desprovida da característica de perpetuidade e pela limitação dos poderes atribuídos ao seu titular; por ela, o titular tem um domínio transitório e temporário sobre o bem, assim como tem seus poderes limitados em consonância com a finalidade para qual foi constituída a propriedade fiduciária – não pode o proprietário fiduciário ir além dos poderes que lhes foram conferidos no ato constitutivo da fidúcia. É, assim, propriedade que está sujeita a extinguir-se em razão do vencimento de determinado prazo ou em razão do implemento de determinada condição, podendo, em certas circunstâncias, consolidar-se no patrimônio do fiduciário."*[13]

[13] CHALHUB, Melhim Namem. *op. cit.*

Sendo assim, sua existência e dinâmica são dependentes do negócio jurídico principal e, assim, a propriedade fiduciária permanece no patrimônio do fiduciário somente até a extinção do direito de crédito, sendo também possível que se extinguir no caso de renuncia da garantia pelo o credor.

A propriedade fiduciária é garantia que difere dos direitos reais limitados de garantia – penhor, anticrese e hipoteca – uma vez que nestes o titular da garantia tem um direito real em coisa alheia, enquanto que a propriedade fiduciária é coisa própria do credor, ainda que não possa ser considerada de forma absoluta. Dessa forma, todas as figuras de natureza fiduciária importam, por força de lei, na formação de patrimônios autônomos, separados dos patrimônios das partes envolvidas e afetados a determinado fim.

No penhor e na hipoteca, por exemplo, a propriedade do bem continua sendo propriedade do devedor e, somente em caso de inadimplemento é que essa é transferida para o credor, com a finalidade de que esse venda o bem e obtenha recursos necessários para a satisfação da obrigação inadimplida. Na alienação e na cessão fiduciária, no entanto, a propriedade (ainda que limitada pelo caráter fiduciário) do bem alienado é, desde o início, transferida ao credor e só com o adimplemento de todas as obrigações ela é devolvida na sua plenitude para o devedor.

É exatamente na transferência de propriedade para o credor que pousa a diferença principal desse instituto com relação a outros direitos reais de garantia. Orlando Gomes explica que "*a alienação fiduciária é o negócio jurídico pelo qual uma das partes adquire, em confiança, a propriedade de um bem, obrigando-se a devolvê-la quando se verifique o acontecimento a que se tenha subordinado tal obrigação, ou lhe seja pedida a restituição*"[14].

Sendo assim, o diferencial das garantias fiduciárias reside no fato de que, uma vez devidamente constituída e formalizada, o credor fiduciário passa

[14] GOMES, Orlando. *op. cit.*

a deter a propriedade resolúvel (com escopo de garantia) do bem ou direito gravado, de forma que sendo constituída a titularidade fiduciária sobre um bem ou um direito, este bem ou direito objeto da garantia não responde por dívidas do credor fiduciário e nem por outras dívidas do devedor fiduciante, que não a obrigação garantida. Trata-se de efeito decorrente da afetação patrimonial inerente à propriedade fiduciária.

Contrata-se a constituição da propriedade fiduciária mediante alienação ou cessão fiduciária. Trata-se de contrato pelo qual o devedor com escopo de garantia em relação a uma obrigação principal de pagar contrata a transferência ao credor da propriedade resolúvel de bem móvel ou imóvel, incluindo os direitos creditórios ou títulos de crédito.

Com a constituição da propriedade fiduciária, desdobra-se a posse, ficando o fiduciante com a posse direta e o fiduciário com a posse indireta sobre o bem objeto da garantia, salvo se se tratar de direitos creditórios ou títulos de crédito, hipótese em que a regra é a atribuição da posse direta e indireta ao credor fiduciário.

Tendo em vista que sua função é a garantia do cumprimento de uma obrigação, uma vez verificado o adimplemento, resolve-se a propriedade do credor fiduciário, retornando o bem ao patrimônio do devedor.

Dada essa autonomia, o bem integrante do patrimônio de afetação, objeto da atribuição fiduciária, permanece afastado dos efeitos de insolvência de um ou de outro, vinculado que é à destinação específica que, no caso aqui tratado, é de garantia do cumprimento de uma obrigação de que é sujeito passivo o fiduciário.

Em suma, podemos sintetizar que, por meio da celebração do contrato de alienação fiduciária, o credor fiduciário se torna titular da propriedade resolúvel da coisa e seu possuidor indireto, enquanto o devedor fiduciante resta na condição de seu possuidor direto e depositário. Uma vez cumprida com a obrigação que o devedor possui perante o credor, opera-se a resolução da

propriedade, ou seja, o sujeito que era devedor passa a ser o proprietário pleno e possuidor da coisa, e o que era credor deixa de ser titular de qualquer direito real sobre ela.

Por outro lado, não cumprida com a obrigação, o credor deverá utilizar os instrumentos eficazes para a satisfação de seu crédito. E, sendo o credor proprietário e possuidor indireto do bem objeto da alienação fiduciária em garantia, ele pode requerer sua busca e apreensão, objetivando vendê-lo a fim de que, com o produto da venda, seja satisfeito o seu crédito.

Vale lembrar que a legislação brasileira proíbe o pacto comissório em relação às garantias fiduciárias, ou seja, não é permitida a cláusula que permite ao credor ficar com a coisa alienada em garantia, em caso de inadimplemento do devedor. Neste sentido, Orlando Gomes explica as razões da proibição do pacto comissório na alienação fiduciária, *in verbis*:

> *"Mas, do mesmo modo que nos direitos pignoratícios, o proprietário fiduciário não pode estipular o pacto comissório para ficar com a coisa adquirida. Tem de vendê-la para satisfazer no produto da venda. Em consequência, jamais adquire a propriedade plena do bem adquirido fiduciariamente, salvo quando, por sentença judicial, a consolidação é determinada."*[15]

Nas garantias fiduciárias, portanto, o devedor fiduciante transfere ao credor fiduciário um direito de propriedade com algumas limitações, pois este direito de propriedade existe somente para exercer função de garantia[16], sendo

---

15 GOMES, Orlando. **Alienação fiduciária em garantia**. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

16 CHALHUB, Melhim Namem. *op. cit.*

que sua duração é limitada pela vigência do escopo para o qual ela foi constituída.

A propriedade denominada resolúvel pode ser conceituada como o direito de propriedade que, em função de sua natureza fiduciária, está sujeito à resolução quando satisfeita certa condição resolutiva, no caso, a quitação integral da obrigação garantida (condição essa que opera a consolidação da propriedade plena na pessoa do devedor fiduciante)[17].

Todavia, cabe indagar qual seria a natureza jurídica do direito do devedor fiduciante com relação ao bem enquanto a propriedade deste bem foi transferida ao credor fiduciário.

A partir desta análise e com base na evolução legislativa das garantias fiduciárias no Brasil que será elaborada adiante, será possível sintetizar o conteúdo e abrangência do instituto da propriedade fiduciária em garantia, a fim de verificar sua aplicabilidade e delimitar os direitos e obrigações estritamente relacionados à consecução de sua finalidade.

Em relação a este aspecto, é importante lembrar que é condição para o aperfeiçoamento do gravame real a tradição do objeto dado em garantia. No entanto, é bastante comum que o bem seja mantido em poder de terceiro ou do próprio devedor, na qualidade de depositário[18]. A condição de depositário do

---

[17]Vale citar o artigo 1.361 do Código Civil, *in verbis*: "*Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor*".

[18]A legislação brasileira admite expressamente que as partes disponham quanto à posse direta do bem, conforme disposto no artigo 66-B, parágrafo 3º da Lei n° 4.728/1965: "*É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, <u>salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credo</u>r, que, em caso de inadimplemento ou*

devedor fiduciante salienta apenas o conjunto de obrigações que este possui perante o credor fiduciário, objetivando resguardar a integridade do bem para que o escopo da garantia visado seja atingido.

Este ponto, portanto, ainda não explica a que título o devedor fiduciante se vincula ao bem perante terceiros. Isso porque a mera condição de depositário do bem não esclarece vários direitos e obrigações que permanecem com o fiduciante e determinam a natureza de sua relação com terceiros.

---

mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada". (grifos nossos)

1.4. Evolução legislativa brasileira

A introdução da alienação fiduciária em garantia no direito brasileiro foi proposta no bojo das discussões acerca da reforma do mercado de capitais. Em um primeiro momento, não foi acolhida porque entendiam que o projeto de lei já estava sobrecarregado de matérias não diretamente ligadas ao seu objeto. Todavia, depois de discussões, foi introduzido dispositivo referente à propriedade fiduciária como instrumento de garantia de crédito, no artigo 66 da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais brasileiro.

Em princípio, o instituto da alienação fiduciária englobava apenas bens móveis infungíveis e era passível de constituição somente em favor de instituições integrantes do sistema financeiro e de mercado de capitais, conforme instituído pela Lei nº 4.728/1965, e, posteriormente, foi aperfeiçoado pelas regras de direito processual assecuratórias da efetividade da garantia trazidas pelo Decreto-lei nº 911, de 1º de outubro de 1969.

Tal mecanismo de garantia conferiu às instituições financeiras um instrumento mais eficiente para a recuperação de créditos. Vale notar, nesse sentido, que pesquisas sobre a tramitação do projeto de lei que a introduziu no direito brasileiro mostram que a intenção do legislador, a princípio, era a de criar instrumento de garantia de financiamento de atividades econômicas relacionadas à circulação de mercadorias e não propriamente bens de consumo.

Todavia, logo após o início da vigência da Lei n° 4.728/1965, contrariando a destinação originária reservada ao instituto, a alienação fiduciária em garantia foi utilizada também em financiamentos ao consumidor para a aquisição de bens de consumo duráveis.

A agilidade na constituição e efetividade na execução da garantia apresentadas pelo referido instituto foram responsáveis pelo seu notável sucesso. A Lei n° 4.728/1965 possibilitou a equiparação entre o devedor fiduciante e o depositário, de forma que o credor pode se valer da busca e apreensão e venda extrajudicial do bem para recuperar seu crédito. Trata-se de instrumento de recuperação muito mais eficiente que a propositura da ação de execução, a posterior penhora e futura excussão judicial (como ocorre na excussão de bem móvel infungível empenhado, por exemplo). Assim, pode-se afirmar que a possibilidade de venda extrajudicial do bem foi um dos aspectos que tornou a alienação fiduciária um instrumento de garantia seguro e célere.

Posteriormente, a Lei n° 9.514, de 20 de novembro de 1997, que disciplina o sistema financeiro imobiliário, expandiu a área de aplicação do instituto da alienação fiduciária, de modo a permitir a propriedade fiduciária sobre coisa imóvel. A referida lei do sistema financeiro imobiliário destinava-se, principalmente, a ajustar os interesses dos adquirentes de imóveis em construção e os dos agentes financiadores na hipótese de falência da companhia incorporadora, por meio da modernização dos instrumentos jurídicos de financiamento de empreendimentos imobiliários.

A Lei n° 9.514/1997 introduziu, no direito brasileiro, complexos instrumentos jurídicos e financeiros, como a securitização de recebíveis imobiliários, o regime fiduciário de créditos imobiliários e o patrimônio segregado. Além disso, conforme mencionado, a referida lei ampliou a órbita de aplicação do instituto da propriedade fiduciária para que fossem alcançados os bens imóveis a e os direitos a eles relativos, inclusive os creditórios, bem como admitiu que no polo ativo da relação não figurassem apenas instituições financeiras.

Em suma, a Lei n° 9.514/1997 visou estabelecer um instrumento mais eficiente de recuperação de crédito a fim de possibilitar a maior concessão de crédito no mercado imobiliário, de forma que o instituto da alienação fiduciária passou a ser admitido fora do mercado financeiro e de capitais.

No contexto evolutivo do instituto da alienação fiduciária no direito brasileiro, vale citar que os contornos gerais do conceito de propriedade fiduciária foram trazidos pelo atual Código Civil sob o Título III, Capítulo IX: da Propriedade Fiduciária[19]. O Código Civil conservou a estrutura básica formulada pela Lei n° 4.728/1965 e pelo Decreto-lei n° 911/1969, introduzindo, apenas, aperfeiçoamentos em alguns aspectos conceituais e na técnica legislativa.

Cabe citar sobre esse assunto Melhim Namem Chalhub que comenta o quanto segue:

> *"A localização do instituto na estrutura do Código foi objeto de debates durante a formulação do Projeto, uma corrente defendendo sua inserção no título relativo à propriedade e outra entendendo que ele estaria melhor ajustado na parte relativa aos direitos reais de garantia. Prevaleceu o entendimento de que, sendo a propriedade fiduciária uma modalidade de domínio, embora limitado, deve ter sua disciplina inserida no contexto das disposições sobre o direitos de propriedade (...)."*[20]

O Código Civil, no entanto, foi omisso em alguns aspectos da propriedade fiduciária que mereciam adequada sistematização. Isso pode ser explicado porque o anteprojeto do Código Civil foi elaborado no início da década de 1970, ocasião a qual a legislação só havia tratado da propriedade fiduciária em garantia de bens móveis (Lei n° 4.728/1965). Ao longo da tramitação do projeto do Código Civil, todavia, novas figuras fiduciárias foram introduzidas no direito positivo brasileiro.

---

[19] Artigos 1.361 a 1.368-A do Código Civil.

[20] CHALHUB, Melhim Namem. *op. cit.*

Dessa forma, vale notar que o Código Civil não representou a última etapa do processo de evolução legislativa aqui descrita (Lei n° 9.514/1997), dispondo apenas da propriedade fiduciária de bens móveis infungíveis[21]. Contudo, cumpre destacar que, após a entrada em vigor do Código Civil, a propriedade fiduciária de imóveis continuou integralmente disciplinada pela Lei n° 9.514/1997.

Nesse sentido, vale transcrever o quanto segue:

> *"A propriedade fiduciária é um novo direito real, sobre coisa alheia; refere-se tão-somente aos bens móveis infungíveis. Portanto, nenhum reflexo haverá na órbita da alienação fiduciária de bens imóveis. A alienação fiduciária de bens imóveis continua regulada pela Lei n. 9.514, de 20-11-1997, que não foi afetada pela nova lei civil de 2002."*[22]

O Código Civil ao limitar a disciplina da propriedade fiduciária para bens móveis fungíveis manteve as divergências doutrinárias e jurisprudenciais acerca da possibilidade de alienação fiduciária de bens móveis fungíveis. Controvérsia que só teve fim, recentemente, com a entrada em vigor da Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004.

A Lei n° 10.931/2004, por sua vez, possibilitou que se configurassem como objeto da alienação fiduciária todos os bens móveis e direitos, incluindo

---

[21] Conforme disposto no artigo 1.361 do Código Civil, *in verbis*: "*Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de* ***coisa móvel infungível*** *que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor*".

[22] MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil – direito das coisas**. Obra revista e atualizada por Carlos Alberto Dabus Maluf. 37ª edição. São Paulo: Saraiva, 2003.

os bens fungíveis, no mercado financeiro e de capitais. Conforme será abordado adiante, a Lei n° 10.931/2004, além de por fim a questão da possibilidade de propriedade fiduciária de bens móveis fungíveis, também permitiu a cessão fiduciária de títulos de crédito e outros direitos creditórios.

A análise feita acima à evolução legislativa do instituto da alienação fiduciária, portanto, deixa clara a gradual ampliação do campo de incidência do instituto. E, muito embora, o atual Código Civil, ao definir propriedade fiduciária, restrinja o objeto da alienação para coisa móvel e infungível, vale lembrar que, por força das Leis n°s 4.728/1965, 9.514/1997 e 10.931/2004[23], já mencionadas, tanto bens móveis como imóveis, corpóreos e incorpóreos, fungíveis e infungíveis, podem ser objeto de propriedade fiduciária, seja ela decorrente de alienação (para bens corpóreos móveis ou imóveis) ou cessão (para direitos creditórios) fiduciária.

Atualmente, os institutos pertinentes à propriedade fiduciária (a alienação fiduciária em garantia e a cessão de títulos de crédito ou direitos creditórios) encontram-se disciplinados em vários diplomas legais.

O artigo 66-B da Lei n° 4.728/1965 regulamenta a alienação fiduciária em garantia celebrada no âmbito do mercado financeiro e de capitais ou destinada a garantir créditos fiscais e/ou previdenciários. Neste dispositivo resta claro que a propriedade fiduciária pode ser instituída sobre bens móveis, seja fungível ou infungível, ou sobre os direitos a eles relativos, estabelecendo, dessa forma, a cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios.

Na Lei n° 9.514/1997 abrigam-se as disposições sobre o contrato de alienação fiduciária em garantia e a propriedade fiduciária referente a bens imóveis.

---

[23]De acordo com o artigo 2º, parágrafo 2º, da Lei de Introdução ao Código Civil, a lei especial prevalece sobre a geral.

No Código Civil, por fim, está estabelecida a disciplina do instituto real sobre bens móveis infungíveis, que se aplica de forma subsidiária a qualquer outro bem ou direitos objeto da garantia fiduciária[24].

Destarte, o direito brasileiro positivo contempla, independente da natureza do objeto alienado fiduciariamente, a efetivação da garantia mediante a consolidação da titularidade ou propriedade resolúvel no patrimônio do credor fiduciário[25].

---

[24]Vale transcrever o artigo 1368-A do Código Civil, *in verbis*: "*As demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submetem-se à disciplina específica das respectivas leis especiais, somente se aplicando as disposições deste Código naquilo que não for incompatível com a legislação especial*".

[25]Conforme disposto no (i) artigo 26, *caput*, da Lei n° 9.514/1997 ("*Vencida e não paga, no todo ou em parte, a dívida e constituído em mora o fiduciante, consolidar-se-á, nos termos deste artigo, a propriedade do imóvel em nome do fiduciário*"); (ii) artigo 66-B, parágrafo 3º, da Lei n° 4.728/1965 ("*É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada*"); e (iii) artigo 3º, parágrafo 1º, do Decreto-lei nº 911/1969 ("*Cinco dias após executada a liminar mencionada no caput, consolidar-se-ão a propriedade e a posse plena e exclusiva do bem no patrimônio do credor fiduciário, cabendo às repartições competentes, quando for o caso, expedir novo certificado de registro de propriedade em nome do credor, ou de terceiro por ele indicado,*

As modificações introduzidas no instituto da garantia fiduciária desde a publicação da Lei n° 9.514/1997, até a Lei n° 10.931/2004, a qual reformulou o artigo 66 da Lei n° 4.728/1965, passando pelo advento do Código Civil, objetivaram ampliar seu espaço de aplicação, bem como esclarecer alguns aspectos de dúvida os quais não tinham sido resolvidos de forma definitiva pela jurisprudência.

As inovações foram importantes, pois, de certa forma, transpassaram ao mercado de crédito o sentimento de segurança necessário para a extensa difusão das garantias fiduciárias, conforme é notavelmente observado com a ampliação da utilização desse mecanismo de garantia para quase todas as espécies de contratos bancários. Todavia, ainda restam algumas controvérsias relacionadas ao instituto que carecem, principalmente, de uniformidade jurisprudencial.

Por fim, recentemente a Lei n° 12.534, de 8 de dezembro de 2011, introduziu na Lei n° 10.931/2004 o artigo 63-A que prevê que "*a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos seus respectivos campos de competência*".

Nesse sentido, a publicidade e eficácia perante terceiros de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários, em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, dependerá do registro do respectivo instrumento na BM&F Bovespa

---

livre do ônus da propriedade fiduciária"). Estes dois últimos dispositivos têm redação dada pela Lei n° 10.931/2004.

ou na CETIP. Tal medida visa acomodar as regras relacionadas à eficácia das garantias reais à constante evolução dos mercados brasileiros.

1.5. Vantagens e desvantagens das garantias fiduciárias

No cenário atual, é nítida a importância das garantias fiduciárias, as quais acabam representando um avanço no tema garantias. Corrobora dessa opinião José Carlos Moreira Alves:

> *"O novo sistema de garantias fiduciárias não abandona as tradicionais garantias da hipoteca, do penhor e da anticrese, mas privilegia a noção de fidúcia na sua versão moderna, tendo em vista seus principais efeitos, que a tornam incomparavelmente mais eficaz do que as garantias tradicionais: primeiro, atribuiu ao credor a propriedade do bem objeto da garantia (conquanto fiduciariamente) situação que o afasta do risco de excussão por parte de qualquer outro credor e do concurso de credores, e, segundo, simplifica e torna célere a realização da garantia, pois, em caso de mora, ou inadimplemento do devedor, atribui ao credor a venda do objeto da garantia para resgate da dívida com o produto da venda."*[26]

Adicionalmente, outras vantagens claras das garantias fiduciárias, em comparação com as demais garantias, tais como a possibilidade de alienação o bem para fins de excussão da garantia (artigo 66-B, parágrafo 3° da Lei n° 4.725/1965 e artigos 2º e seguintes do Decreto-lei n° 911/1969), bem como a o direito de utilização de recursos recebidos diretamente no pagamento da dívida se o bem for um direito creditório (artigo 19, parágrafo 1º da Lei n° 9514/97).

---

[26] ALVES, José Carlos Moreira. *op. cit.*

Um exemplo mais tangente no que se refere às vantagens das garantias fiduciária em relação às garantias é o de ter o bem excluído da massa falimentar, na hipótese de falência do devedor (Artigo 49, parágrafo 3º, da Lei n° 11.101/2005, artigo 7º do Decreto-lei n° 911/1969 e artigo 32 da Lei n° 9.514/1997).

Polêmica, e consequente desvantagem, pode ser analisada no âmbito da aplicabilidade da cessão fiduciária de créditos frente à Lei n° 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. As características atinentes à propriedade fiduciária e a lógica que perpassou a edição da Lei de Recuperação de Empresas acabou por considerar mais plausível excluir a propriedade fiduciária do concurso de credores no plano de recuperação judicial.

Entretanto, considerando que o Superior Tribunal de Justiça ainda não se manifestou sobre este tema, nota-se que os tribunais de justiça brasileiros possuem posições antagônicas quanto ao regime jurídico aplicável à cessão fiduciária de direitos de crédito na recuperação judicial de empresas, já que enquanto alguns se posicionam pela não sujeição dos créditos objeto de cessão fiduciária ao regime de recuperação judicial, outros entendem que os créditos devem sim ser sujeitos à recuperação judicial.

Em excelente trabalho sobre o tema, Luana Komatsu[27] analisou o posicionamento dos Tribunais de Justiça de São Paulo, Rio Grande do Sul, Minas Gerais, Espírito Santo e Mato Grosso no que se refere à inclusão da cessão fiduciária de crédito no plano de recuperação de empresas, entre o ano de 2008 até janeiro de 2012.

No referida pesquisa foi elaborado um quadro sintético com as diversas interpretações dadas ao artigo 49, parágrafo 3° da Lei de Recuperação de

---

[27] KOMATSU, Luana Yoko Vieira. **A Cessão Fiduciária de Créditos como Garantia de Operações Bancárias Frente à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Insper, 2012.

Empresas e um panorama geral sobre o posicionamento jurisprudencial a respeito do tema, os quais apresentamos aqui.

Tabela 1 – Posicionamento dos Tribunais de Justiça Estaduais

TRIBUNAL	FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	MUDOU DE ENTENDIMENTO ENTRE 2008 E 2012
Espírito Santo		X	
Mato Grosso do Sul		X	
Minas Gerais	X		X
São Paulo	X		X
Rio Grande do Sul	X		

Tabela 2 – Argumentos Utilizados pelos Tribunais de Justiça Estaduais

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
Os direitos creditórios são bens móveis para efeitos legais, por força do ordenamento		Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
jurídico brasileiro, notadamente, do artigo 83 do atual Código Civil, sem espaço para controvérsias. Em consequência, aplica-se a eles o disposto no artigo 49 da Lei de Recuperação de Empresas, não se submetendo à recuperação judicial.		
Tais créditos não estão incluídos na recuperação de empresas para que se reduza o spread das operações bancárias, tornando quase imunes à recuperação judicial os credores que portem destas garantias.		Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
O Tribunal de Justiça de São Paulo tem jurisprudência quase pacífica, já reforçada		Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
por súmula, de que a cessão fiduciária de crédito tem como objeto bem móvel, o que reforça a posição do Tribunal no sentido de que esta não deve ser submetida à recuperação judicial.		
	Mesmo que o Tribunal de Justiça de São Paulo já tenha se posicionado, inclusive com a edição de súmula, vale mencionar que mesmo com o reconhecimento de que a *cessão fiduciária está* inclusa no conceito do parágrafo 3° do artigo 49 da Lei n° 11.101/2005, este tribunal reconhece a possibilidade de relacionar a cessão fiduciária de crédito ao	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
	penhor de crédito, mencionado no parágrafo 5° do mesmo artigo, determinando que o crédito seja depositado em conta vinculada até o término do prazo de suspensão de 180 dias[28].	
Os direitos creditórios são entendidos como bens móveis e, nesse sentido, estão inseridos no conceito do artigo 49, parágrafo 3° da Lei n° 11.101/2005 de propriedade fiduciária de bens móveis e imóveis.		Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul
Utiliza-se de argumento principiológico, qual seja, de que se o		Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul

[28] Assim, este argumento não reconhece a "trava bancária" nos 180 dias iniciais da recuperação, porém após este período a garantia pode ser substituída ou, ainda, pode ser instituída a "trava bancária".

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
conceito de cessão fiduciária de crédito fosse incluída no plano de recuperação, estaria se tirando a segurança jurídica do ordenamento jurídico brasileiro.		
	Excetua o posicionamento de que a cessão fiduciária de crédito não está incluída no plano de recuperação judicial para os bens essenciais ao desenvolvimento da atividade empresarial, já que nesse caso, busca-se seguir a lógica da lei de recuperação de empresas em vigor, que é de recuperar as empresas em crise.	Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
	Além de não constar no artigo 49, parágrafo 3° da Lei n° 11.101/2005 expressamente, a expressão títulos de crédito, como afirmado pelo administrador judicial, pelo que se percebe da parte final do dispositivo legal, está o legislador se referindo a bens móveis materiais, pois dispõe sobre retirada do estabelecimento, o que não se aplica aos títulos de crédito, pois os créditos em geral são bens móveis imateriais.	Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais
A exceção prevista no artigo 49, parágrafo 3° da Lei n° 11.101/2005 justifica-se pela importância econômica das atividades que o dispositivo privilegia por		Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
meio de tratamento mais benéfico. Isso porque aumentar o risco de inadimplência poderia causar dano a toda a coletividade.		
	O legislador intencionalmente optou por incluir os títulos de crédito e direitos creditórios na recuperação judicial, ao não mencioná-los expressamente na exceção prevista no parágrafo 3º, artigo 49, da Lei de Recuperação de Empresas. Isso por que se a legislação admite a cessão fiduciária tanto de coisa móvel quanto de títulos de crédito, deveria esta última hipótese também estar prevista, de modo expresso pela lei	Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
	específica, como excluída dos efeitos da recuperação judicial.	
	Por trazer uma exceção à regra geral, a exceção prevista no parágrafo 3° do artigo 49 da Lei de Recuperação de Empresas deve ser interpretada restritivamente. Nesse sentido, a propriedade fiduciária de bens ali tratada deve ser equiparada àquela prevista no Código Civil. Assim, como o Código Civil estabelece no artigo 1.361 que é considerada propriedade fiduciária apenas a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível e os créditos e/ou títulos de	Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo

ARGUMENTO FAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	ARGUMENTO DESFAVORÁVEL À "TRAVA BANCÁRIA"	TRIBUNAL QUE UTILIZA TAL ARGUMENTO
	crédito não estão englobados no conceito do Código Civil, estes não estariam entre as exceções previstas no artigo 49, parágrafo 3° da Lei de Recuperação de Empresas.	
	Necessidade de prevalecer o interesse da empresa em recuperação judicial ao interesse dos credores, o que, por sua vez, encontra fulcro no próprio ordenamento jurídico, tal seja, no princípio da efetivação do direito, presente no Código Civil, bem como na racionalidade da Lei de Recuperação de Empresas.	Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso do Sul

CAPÍTULO II – PRINCIPAIS FIGURAS DE NATUREZA FIDUCIÁRIA NO BRASIL

2.1. Alienação fiduciária em garantia

Conforme já mencionado, a alienação fiduciária em garantia foi introduzida em nosso ordenamento pela Lei n° 4.728/1965, tendo sua disciplina sofrido alterações em razão do Decreto-lei n° 911/1969 e pela Lei n° 10.931/2004.

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

Emprega-se a alienação fiduciária mais frequentemente para o fim de garantia. Trata-se de negócio de garantia. Ensina Orlando Gomes que:

> *"(...) em vez de dar o bem em penhor ou caucionar títulos, o devedor transmite ao credor a propriedade de mercadorias, admitindo que, se não pagar a dívida, possa ele vendê-las e aplicar o preço da venda no pagamento de seu crédito, ou que, paga, lhe volte a propriedade das mesmas mercadorias."*[29]

[29] GOMES, Orlando. *Ob. cit.*

Não se confunde a alienação fiduciária com o penhor, a hipoteca ou a anticrese. Estes são direitos de garantia que se constituem em coisa alheia, visto que o devedor pignoratício, hipotecário ou anticrético permanece titular da coisa, ao contrário da alienação fiduciária, em que a propriedade, ainda que resolúvel, é transmitida ao credor. Entretanto, como nos direitos reais de garantias típicos, não é admitido que seja estabelecido o pacto comissório.

A propriedade se resolve quando do pagamento da dívida e volta ao devedor. Por outro lado, ocorrendo o inadimplemento da dívida garantida, embora não possa ficar com o bem, o credor tem o direito de aliená-lo, aplicando o produto da venda na satisfação de seu crédito e das despesas de cobrança, conforme o artigo 2° do Decreto-lei n° 911/1969[30] e o artigo 66-B, parágrafos 3° e 4°, da Lei 4.728/1965[31]. Da mesma maneira que nas garantias reais denominadas típicas, o eventual saldo deve ser entregue ao devedor, ao

---

[30] *"Artigo 2º - No caso de inadimplemento ou mora nas obrigações contratuais garantidas mediante alienação fiduciária, o proprietário fiduciário ou credor poderá vender a coisa a terceiros, independentemente de leilão, hasta pública, avaliação prévia ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, salvo disposição expressa em contrário prevista no contrato, devendo aplicar o preço da venda no pagamento de seu crédito e das despesas decorrentes e entregar ao devedor o saldo apurado, se houver."*

[31] *"Parágrafo 3° - É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada."*

passo que se o valor obtido com a venda for insuficiente, continuará ele pessoalmente obrigado.

A alienação fiduciária tinha como objeto inicialmente apenas as coisas corpóreas. Posteriormente, estendeu-se o regime para direitos, assim como para coisas fungíveis, pelo acréscimo de artigo 66-A na Lei n° 4.728/1965. A Lei n° 10.931/2004 manteve o regime mais liberal, mencionando serem passíveis de alienação fiduciária coisas fungíveis, sendo admitida a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis e de títulos de crédito. Quanto às coisas infungíveis, o artigo 66-B da Lei n° 4.728/1965 manda aplicar à alienação fiduciária as mesmas regras e requisitos relativos à propriedade fiduciária do Código Civil, sendo que tais regras contemplam a possibilidade de bens infungíveis serem objeto da garantia.

Como regra geral, a constituição da alienação fiduciária depende de registro de seu instrumento no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, conforme o parágrafo 1º do artigo 1.361 do Código Civil (aplicável por força do artigo 1.368-A do mesmo diploma).

Todavia, diante das recentes alterações trazidas pela Lei n° 12.543/2011, a publicidade e eficácia perante terceiros de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários, em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, dependerá do registro do respectivo instrumento na BM&F Bovespa ou na CETIP.

2.2. Alienação fiduciária de bens imóveis

Trata-se de criação introduzida pela Lei n° 9.514/1997, promulgada com o intuito de estimular o financiamento imobiliário no Brasil.

A alienação fiduciária de bens imóveis pode ser contratada por pessoas físicas ou jurídicas mesmo que em operações fora do Sistema de Financiamento Imobiliário.

A alienação fiduciária de coisa imóvel se constitui pelo registro do seu instrumento no Cartório de Registro de Imóveis competente, com o consequente desdobramento da posse. O instrumento deve conter os elementos e cláusulas especificados no artigo 24 da Lei n° 9.514/1997, entre eles o valor do principal da dívida, o prazo e as condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário, a taxa de juros e os encargos incidentes, a cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e a indicação do título e modo de aquisição e a cláusula assegurando ao fiduciante, enquanto adimplente, a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária, e lhe é atribuído o caráter de escritura pública, mesmo se tratando de instrumento particular, de acordo com o artigo 38 do referido diploma legal.

A cessão de crédito garantido por alienação fiduciária de imóvel está disciplinada no artigo 28 da Lei n° 9.514/1997, dispositivo que se relaciona com o objetivo do legislador de fomentar o financiamento imobiliário por meio de operações de securitização de créditos. Isto fica evidente, em primeiro lugar, ao se preceituar expressamente a transferência, ao cessionário, de todos os direitos e obrigações inerentes à propriedade fiduciária em garantia, de modo a não restarem dúvidas sobre a extensão da cessão dos créditos. Em segundo lugar, a intenção de incentivar a securitização de créditos imobiliários se manifesta na dispensa de notificação da cessão aos devedores. A dispensa se

justifica, pois tal procedimento pode por vezes ser de custosa e difícil implementação na prática quando se trata de cessão simultânea de milhares de créditos.

Por sua vez, o devedor não é obrigado a permanecer com a posse direta do imóvel até a quitação da sua dívida. Assim, o fiduciante, com anuência expressa do fiduciário, poderá transmitir os direitos de que seja titular sobre o imóvel objeto da alienação fiduciária em garantia, assumindo o adquirente as respectivas obrigações. A lei diz que neste caso o adquirente assume as obrigações respectivas, sem mais esclarecer. Tal dispositivo se relaciona, no nosso entender, às obrigações decorrentes da alienação fiduciária apenas, ou seja, transferir a posse direta ao credor em caso de não pagamento da dívida, e conservar a coisa até lá. Isso porque absurdo seria que alguém, pela simples aquisição da posse direta que sobre o imóvel tem o devedor, com a expectativa de ter a propriedade se houver o pagamento do débito, se tornasse por isso devedor também da obrigação principal.

Vencendo-se sem pagamento a dívida garantida pela alienação fiduciária do imóvel, e sem a purgação da mora por parte do devedor intimado a pagar, ocorre a consolidação da propriedade em nome do credor, efetuada unilateralmente pelo próprio registro de imóveis competente. Então, o fiduciário deve promover, no prazo de 30 dias do registro da consolidação da propriedade, leilão público para alienação do imóvel. Se o maior preço alcançado no leilão for inferior ao valor do imóvel referido no instrumento de alienação fiduciária, será realizado segundo leilão, em que será aceito como válido e operará a alienação do imóvel o maior lance, desde que pelo menos igual ao valor da dívida, das despesas, dos prêmios de seguro, dos encargos legais e tributos e das contribuições condominiais.

Por outro lado, desde a edição da Lei n° 10.931/2004 podem ser dispensados o leilão e demais procedimentos previstos no artigo 27 da Lei n° 9.514/1997, desde que o fiduciante dê ao fiduciário, em pagamento da dívida, seu eventual direito sobre o imóvel. Neste caso, é necessária também a

anuência do fiduciário. Esta inovação tem como objetivo conferir maior celeridade à execução da garantia.

Um ponto relevante que pouco se comenta sobre a sua aplicação e os possíveis efeitos lesivos ao credor é o denominado perdão legal, estabelecido no parágrafo 5º do artigo 27 da Lei nº 9.514/1997.

O artigo 27 estabelece os procedimentos que devem ser observados pelo credor na execução, incluindo a necessidade de venda do imóvel, apuração do valor obtido com a venda, e devolução de eventual saldo ao devedor, caso existente após a utilização dos recursos para a liquidação do saldo devedor ao credor.

Sendo assim, o credor deve colocar à venda o imóvel no primeiro leilão por seu valor contratado com o devedor, e caso não obtido lance suficiente para cobrir tal valor mínimo, segue-se ao segundo leilão no prazo de quinze dias, quando o imóvel será ofertado pelo valor mínimo equivalente ao saldo devedor da dívida, acrescido das despesas, dos prêmios de seguro, dos encargos legais, inclusive tributos, e das contribuições condominiais. Caso, em tal oportunidade não se obtenha lance em valor equivalente ao valor mínimo, considerar-se-á extinta a dívida, exonerando-se o devedor da obrigação pelo pagamento do eventual saldo remanescente ao credor, devendo ainda o credor, no prazo de cinco dias da realização do segundo leilão, dar quitação ao devedor.

Isso pode se converter em um dano ao credor, principalmente em operações em que esse tipo de garantia é combinado com garantias adicionais em função do alto valor envolvido. Não faria sentido admitir-se que o devedor pudesse ser agraciado com o perdão da dívida nesse caso. Uma situação como essa certamente faria com que o credor optasse pela constituição de hipoteca ao invés da alienação fiduciária.

2.3. Cessão fiduciária de direitos creditórios

Conforme visto, originalmente, a cessão fiduciária de direitos creditórios era restrita a garantias de operações de financiamento imobiliário e, apenas teve seu escopo estendido para obrigações em geral por meio da Lei n° 10.931/2004, a qual alargou o rol de possibilidades para utilização da cessão fiduciária de recebíveis em operações de crédito praticadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais[32].

Os direitos creditórios possuem características que conferem grande vantagem em relação aos tradicionais objetos de garantia. Os bens de consumo duráveis tradicionalmente dados em garantia estão sujeitos a uma natural depreciação do valor enquanto os direitos creditórios preservam seu valor monetário. Além disso, no caso dos direitos de crédito, não há a difícil fase da realização dos bens, a qual é inevitável nas tradicionais garantias hipotecárias e pignoratícias sobre bens de consumos duráveis[33].

Assim, o direito creditório como objeto de garantia tem sido cada vez mais utilizado em operações de financiamento, visto que confere vantagem tanto para os credores, já que as instituições financeiras, por exemplo, podem instituir garantia sobre o crédito, quanto para os tomadores do financiamento,

---

[32] Conforme disposto no artigo 51 da Lei n° 10.931/2004, *in verbis*: *"Sem prejuízo das disposições do Código Civil, as obrigações* ***em geral*** *também poderão ser garantidas, inclusive por terceiros, por cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, por caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis e por alienação fiduciária de coisa imóvel."* (grifos nosso)

[33] LAMEGO, Nelson Luiz Machado. **Recuperação de crédito: evitando a excussão judicial de garantias**, *in* Revista dos Tribunais nº 891, Ano 99, São Paulo, 2010.

que podem dispor de uma porção patrimonial constituída por recebíveis futuros, contribuindo, dessa forma, para a otimização da sua capacidade de endividamento sem comprometer os bens presentes.

Vale notar, entretanto, que o tomador do crédito deve ter a precaução de não comprometer a totalidade dos seus direitos de crédito. Tal cautela é importante porque, ainda que os créditos gravados sejam liberados com o adimplemento da obrigação garantida, caso ocorra o inadimplemento da obrigação, os créditos serão retidos para a satisfação da obrigação e, nessa hipótese, a totalidade dos créditos retidos poderá comprometer a continuidade da empresa.

As receitas cedidas podem compreender os créditos já originados, incorporados definitivamente ao patrimônio do devedor e passíveis de contabilização, assim como créditos futuros, a serem apropriados, por exemplo, à medida que os serviços forem sendo prestados no curso das atividades do devedor.

Em relação à cessão fiduciária de créditos futuros, parte da doutrina entende que um direito creditório não performado, tal qual um direito aleatório, pode ser objeto de cessão, normal ou fiduciária, antes mesmo de sua performance, ensejando o nascimento do crédito já na pessoa do cessionário.

Sobre esse assunto, Pontes de Miranda comenta que:

> *"A cessão de créditos, a título oneroso, pode ser de crédito futuro (isto é, ainda não-existente). Quando o art. 1.073 [Artigo 295 do Código Civil de 2002] diz que o cedente fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lho cedeu, exclui a incidência do art. 145, II [Artigo 166, II do Código Civil de 2002], verbo 'impossível'; tanto assim que concebe a responsabilidade como garantia legal, ainda que não a tenha assumido. Quem*

> *responde em virtude de garantia legal está em relação jurídica oriunda de ato jurídico, ou de fato jurídico stricto sensu."*[34]

Antonio Chaves compartilha de entendimento semelhante, *in verbis*:

> *"Podem ser cedidos outrossim os créditos futuros, apresentando tal cessão a característica de que o crédito, ao nascer, já pertencerá ao cessionário, muito embora não fique o cedido impedido de fazer frustrar o nascimento futuro do crédito, transferindo, por exemplo, a terceiro o contrato, do qual resultaria o nascimento do crédito futuro, como de resto, na cessão gratuita de má-fé, fica responsável pela existência e legitimidade do crédito, ainda que não a tenha assumido, cessando a sua responsabilidade apenas se o cessionário, por descuido, deixou extinguirem-se a dívida ou suas garantias."*[35]

Pode-se dizer, ainda, que essa foi, a propósito, a teoria abarcada pela própria Lei n° 11.101/2005, a exemplo do seu artigo 136, parágrafo 1º, segundo o qual "*na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador*". É também a teoria adotada pela Lei n° 9.514/1997 e pela Lei n° 10.931/2004, as quais preveem expressamente a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes

---

[34] MIRANDA, Francisco Cavacanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado – Tomo IV**, 4ª edição. Bookseller: São Paulo, 2000.

[35] CHAVES, Antonio. **Tratado de Direito Civil – Obrigações**, 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

de contratos de alienação de imóveis, ou mesmo de promessa de venda de imóveis, expressões que compreendem créditos não performados.

No que tange à classificação dos bens em que se enquadram os direitos creditórios e os títulos de crédito, pode-se afirmar que se trata de bens móveis para os efeitos legais, nos termos do inciso III do artigo 83 do Código Civil[36]. Assim é o entendimento de Eduardo Secchi Munhoz, que afirma que "*de fato, os direitos pessoais de natureza patrimonial são equiparados legalmente a bens móveis, como estabelece expressamente o artigo 83 do Código Civil*". [37]

A cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios é o negócio jurídico em que o devedor (cedente fiduciante) cede ao credor (cessionário fiduciário) seus direitos de crédito perante terceiros, ou seja, seus recebíveis, em garantia do cumprimento de obrigações. O cessionário fiduciário é titular da propriedade fiduciária dos recebíveis, de modo que o inadimplemento da obrigação garantida significa a consolidação da propriedade em seu patrimônio.

O cessionário fiduciário é, portanto, o titular do direito de crédito cedido pelo devedor. Não se trata de uma simples caução de títulos de crédito, mas de verdadeira transferência do direito ao credor. O direito ao crédito, uma vez cedido, passa a integrar o patrimônio do credor, como objeto da propriedade resolúvel. Caso ocorra o adimplemento da obrigação garantida pela cessão fiduciária, essa propriedade se resolve e o direito objeto da cessão deixa de

---

[36] Artigo 83 do Código Civil, *in verbis*: *"Consideram-se móveis para os efeitos legais: I – as energias que tenham valor econômico; II – os direitos reais sobre objetos móveis e as ações correspondentes; III – os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações".*

[37] MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Cessão fiduciária de direitos de crédito e recuperação judicial de empresas**, *in* Revista do Advogado nº 105 AASP, São Paulo, 2009.

integrar o patrimônio do credor para retornar ao do devedor[38]. Todavia, se não ocorre o adimplemento da obrigação, a propriedade se consolida e o mesmo direito que integrava de forma condicional o patrimônio do credor passa a integrá-lo incondicionalmente, ou seja, a propriedade plena é consolidada ao credor.

Importante ressaltar que, na cessão fiduciária de títulos de crédito, o cessionário fiduciário detém também a posse direta e a indireta do documento representativo do recebível.

Em contrapartida, na cessão fiduciária de recebíveis, o devedor fiduciante (cedente) continua a receber o crédito cedido, embora com responsabilidade de depositário. Conforme disposto no parágrafo 1º do artigo 23 da Lei n° 4.864/1965[39], somente no caso de inadimplemento da obrigação garantida, o credor fiduciário (cessionário) poderá exercer o direito de cobrança

---

[38] É o entendimento de Márcio Calil de Assumpção e Melhim Namem Chalhub: *"(...) o cessionário fiduciário torna-se titular do domínio resolúvel sobre os créditos cedidos e passa a recebê-los diretamente dos devedores do cedente, estando legalmente autorizado a apropriar-se do produto dessa cobrança até o limite do crédito garantido pela propriedade fiduciária; pode o cessionário, até, exercer as ações judiciais que estiver legitimado o credor originário*". ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. **A propriedade fiduciária e a recuperação de empresas**, *in* Revista do Advogado nº 105 AASP, São Paulo, 2009.

[39] Artigo 23, parágrafo 1º da Lei n° 4.864/1965, *in verbis*: *"No caso de inadimplemento da obrigação garantida, o credor fiduciário poderá, mediante comunicação aos adquirentes das unidades habitacionais, passar a exercer diretamente todos os direitos decorrentes dos créditos cedidos, aplicando as importâncias recebidas no pagamento do seu crédito e nas despesas decorrentes da cobrança, e entregando ao devedor o saldo porventura apurado".*

diretamente do devedor do crédito cedido fiduciariamente e, assim, aplicar o montante recebido para o pagamento do seu crédito.

Ainda, vale citar o disposto no artigo 19, parágrafo 1º, da Lei n° 9.514/1997[40], o qual estabelece que os créditos recebidos diretamente dos devedores, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, deverão ser creditadas ao devedor cedente até a final liquidação da dívida e encargos, de forma que o credor fiduciário ficará responsável como depositário do montante que superar o que lhe é devido pelo devedor fiduciante. Assim, é possível observar que, embora o credor fiduciário seja autorizado a exigir o crédito cedido diretamente do devedor, ele deverá, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, creditar os valores recebidos (em excesso) em favor do devedor cedente

Sobre esse assunto, vale citar Nelson Luiz Machado Lamego:

> *"Mesmo uma interpretação mais acurada, realizada sob a ótica da natureza fiduciária do instituto, nos conduz à conclusão que o credor fiduciário (cessionário) possui apenas a titularidade resolutiva dos créditos e não pode utilizá-los como titular pleno do direito a ponto de dar-lhes destinação definitiva para o pagamento da obrigação haja vista que, uma vez implementada a condição resolutiva pelo pagamento da obrigação garantida, a propriedade resolver-se-á em favor do devedor fiduciante."*[41]

---

[40]Artigo 19, parágrafo 1º, da Lei n° 9.514/1997, *in verbis*: *"As importâncias recebidas na forma do inciso IV deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia".*

[41] LAMEGO, Nelson Luiz Machado. *op. cit.*

Infere-se, também, que o credor fiduciário não pode receber diretamente do devedor, quando este está adimplente com a obrigação garantida. A natureza jurídica da cessão fiduciária tem caráter acessório, ou seja, tão somente assegura a satisfação da obrigação principal (pagamento da dívida). Dessa forma, a exigibilidade da obrigação acessória pressupõe o inadimplemento da obrigação principal, o que impede que o credor exija a garantia e a utilize como pagamento da dívida na data do vencimento porque equivaleria a uma substituição da obrigação principal pela obrigação acessória.

Em suma, a execução regular do contrato de cessão fiduciária de direitos creditórios ou títulos de crédito compreende o recebimento, pelo credor fiduciário, do crédito cedido fiduciariamente e a amortização da dívida com o produto dessa cobrança[42].

---

[42]Conforme disposto no artigo 19 da Lei n° 9.514/1997, *in verbis*: *"Ao credor fiduciário compete o direito de: I – conservar e recuperar a posse dos títulos representativos dos créditos cedidos, contra qualquer detentor, inclusive o próprio cedente; II – promover a intimação dos devedores que não paguem ao cedente, enquanto durar a cessão fiduciária; III – usar das ações, recursos e execuções, judiciais e extrajudiciais, para receber os créditos cedidos e exercer os demais direitos conferidos ao cedente no contrato de alienação do imóvel; IV – receber diretamente dos devedores os créditos cedidos fiduciariamente. Parágrafo 1º.* ***As importâncias recebidas na forma do inciso IV deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia.*** *Parágrafo 2º.* ***Se as importâncias recebidas, a que se refere o parágrafo anterior, não bastarem para o pagamento integral da dívida e seus encargos, bem como das despesas de cobrança e de administração daqueles créditos, o devedor continuará obrigado a***

Em relação à natureza jurídica da cessão fiduciária, é possível classificá-la como um direito real de garantia equiparável à alienação fiduciária, com a diferença de que enquanto nesta o objeto do contrato é a transmissão de um bem corpóreo, naquela, o objeto é a transmissão de direitos creditórios.

Vale transcrever o entendimento de Melhim Namem Chalhub:

> *"A cessão fiduciária e a alienação fiduciária são institutos similares, exercendo a mesma função de garantia do crédito e alicerçando-se nos mesmos fundamentos; enquanto na alienação o objeto do contrato é a transmissão de um bem (móvel ou imóvel), na cessão o objeto é a transmissão de um direito creditório; em ambas, a transmissão do domínio fiduciário ou da titularidade fiduciária subsiste enquanto perdurar a dívida garantida. (...) A cessão fiduciária tem caráter de direito real, que tem como objeto o direito creditório, somente tendo eficácia erga omnes depois de averbado o contrato no Registro de Imóveis competente (art. 17, parágrafo 1º), quando se tratar de crédito imobiliário, ou no Registro de Título e Documentos do domicílio do devedor, quando se tratar de cessão fiduciária sobre direitos ou títulos de crédito em geral, contratada no âmbito do mercado financeiro de capitais."*[43]

Nesse sentido, também é válido citar o professor Fábio Ulhôa Coelho:

---

resgatar o saldo remanescente nas condições convencionadas no contrato. E, ainda, o artigo 66-B, parágrafo 4º, da Lei 4.728/1965, *in verbis: "Parágrafo 4º. No tocante à cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis ou sobre títulos de crédito aplica-se, também, o disposto nos* ***arts. 18 a 20 da Lei nº 9.514/1997****." (grifos nossos)*

[43] CHALHUB, Melhim Namem. *op. cit.*

> *"A alienação fiduciária em garantia, introduzida no direito brasileiro pela Lei de Mercado de Capitais de 1965, é espécie do gênero alienação fiduciária. É contrato hoje disciplinado pelo art. 66-B da Lei n° 4.728/65 (quando celebrado no âmbito do mercado financeiro ou de capitais ou em garantia de créditos fiscais ou previdenciários), arts. 22 a 33 da Lei n° 9.514/97 (se tem por objeto bem imóvel) e pelo Decreto-Lei n° 911/69 (norma processual). A propriedade fiduciária de bens móveis constituída por esse contrato é instituto de direito das coisas disciplinado nos arts. 1.361 a 1.368 do Código Civil. Enfim, quando tem por objeto direitos creditórios ou títulos de crédito, o contrato é denominado na lei de cessão fiduciária (Lei n° 9.514/97, art. 17, II, e art. 66-B, parágrafo 4o, da Lei n° 4.728/65)."* [44]

A constituição da cessão fiduciária se dá mediante a celebração de instrumento particular descrevendo os direitos cedidos em garantia e deve ser formalizada mediante o registro do contrato junto ao Cartório de Títulos e Documentos situado no domicílio do devedor. Uma vez registrado o contrato, o devedor será considerado destituído da titularidade plena e da posse sobre os direitos de créditos cedidos fiduciariamente, de forma que, conforme mencionado, os direitos de crédito ingressarão, sob condição resolutiva, no patrimônio do credor.

É relevante ainda mencionar o disposto no artigo 290[45] do Código Civil, o qual determina que é indispensável a notificação de todos os devedores dos

---

[44] COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial – direito de empresa**, 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, v. 3.

[45] Artigo 290 do Código Civil, *in verbis*: *"A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se*

créditos cedidos a fim de assegurar que os efeitos da cessão fiduciária de direitos creditórios estender-se-ão a esses. Com relação aos recebíveis futuros, a notificação quanto à cessão fiduciária deverá ser feita por meio do próprio instrumento gerador do recebível em questão.

---

tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita".

CAPÍTULO III – FINANCIAMENTO DE PROJETOS

3.1. Conceito

Em sentido amplo, muitos dos financiamentos têm em vista, de fato, um projeto a ser desenvolvido pelo tomador, como, por exemplo, a aquisição de novas máquinas ou de um terreno, a entrada em um novo campo de atividades ou até mesmo a expansão das atividades já desenvolvidas, entre outros comuns no curso normal dos negócios de qualquer empresa ou empreendedor. Entretanto, quando se fala de financiamento de projetos ou, apropriando-se da língua inglesa, do *project finance*, algo mais se quer significar do que um simples mútuo.

Antes de se pretender conceituar o financiamento de projetos, deve se atentar à complexidade que envolve tal estrutura. Em linhas gerais, a difícil apreensão do conceito se traduz no brilhante comentário de Phillip Fletcher: *"Defining project finance is a bit like describing an elephant: it is difficult to do, and perhaps not worth the exercise because you inevitably know it when you see it"*[46].

Em primeiro lugar, sendo financiamento, sua natureza é a de um mútuo. Entretanto, tal mútuo possui destinação específica, isto é, os recursos devem necessariamente ser canalizados para determinado projeto. É o que salienta Luiz Gastão Paes de Barros, ao definir o financiamento de projetos:

> *"Trata-se, de certa forma, de uma ruptura na abordagem tradicional dos financiamentos, centrada*

[46] FLETCHER. Phillip. **Lawyer's guide to international Project Finance**. Milbank, Tweed, Hadley & McCloy. Exemplar não divulgado com o autor.

> *sempre nas empresas que buscam recursos para a implantação ou expansão de negócios. A nova forma de financiamento, ao contrário, se concentra em torno do empreendimento que se projeta instalar ou expandir, assim como na sua capacidade de gerar os recursos necessários à amortização da operação."* [47]

Ademais, e no que as operações de *project finance* se distinguem dos demais tipos de financiamentos, nesse contexto as partes envolvidas têm em mente que o valor do empréstimo será pago, se não em seu todo, em grande parte, com recursos gerados pelo próprio projeto. Tal característica é tão marcante para a concepção da estrutura, que é base para a definição do conceito pelo autor inglês Graham D. Vinter:

> "*Project finance is financing the development or exploitation right, natural resource of other asset where the bulk of the financing is not to be provided by any form of share capital and is to be repaid principally out of revenues produced by the project in question.*" [48]

Nessa esteira, Peter K. Nevitt e Frank Fabozzi, expõem que:

> "*Project finance is a term used to reference a model of private financing, where the repayment of*

---

[47] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Projeto de financiamento**, *in* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros (coord.). Pareceres. São Paulo: Singular, 2004. v. 2.

[48] VINTER, Graham. **Project Finance: a legal guide**. 2. ed. London: Sweet & Maxwell, 1998.

> *financing funds is mainly dependent on the financed project itself. It is the financing of a particular economic unit in which the lender is satisfied to look to the cash flows and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the assets of the economic unit as a collateral for the loan.*" [49]

Tal característica preponderante faz com que a estrutura contratual das operações de *project finance* se torne mais complexa do que de um simples empréstimo, pela necessidade de vários instrumentos contratuais que minimizem e aloquem de forma adequada o risco gerado pela principal fonte de pagamento da dívida. É o que ensina Sabina Cavalli:

> "*O project finance apresenta-se como um conjunto de técnicas de alocação de riscos de um empreendimento, levada a cabo por meio de contratos. Esses numerosos contratos são extremamente importantes para o project finance pois, além de formalizar os acordos entre as partes envolvidas nas diversas operações, regulando seus direitos e obrigações, atuam como aglutinadores das associações e parcerias, oriundas da estruturação das operações.*" [50]

Apenas do ponto de vista econômico, *project finance* é uma técnica por meio da qual determinado empreendedor pode captar recursos para viabilizar

---

[49] NEVITT, Peter K.; FABOZZI, Frank. **Project financing**. 6. ed. EUA: Euromoney Publications PLC, 1995.

[50] CAVALLI, Sabina. **Project Finance e o princípio da relatividade dos contratos**, *in* Revista de Direito Empresarial IBMEC, v. 2. São Paulo, 2004.

um projeto sem expor o seu patrimônio, uma vez que, como será descrito abaixo, a estruturação desse tipo de operação se dá por meio da criação de uma sociedade de propósito específico, a qual concentra a dívida e a propriedade dos ativos financiados, e o financiador concede um mútuo vinculado, satisfazendo-se essencialmente com a capacidade de geração de receitas decorrente da exploração de determinado projeto.

Todavia, em uma perspectiva jurídica, utilizando-se dos ensinamentos de José Virgílio Enei, em sua obra, financiamento de projetos pode ser definido como uma rede de contratos interligados que permite que determinada sociedade capte recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores as receitas e bens do próprio empreendimento financiado.

Nas sintéticas palavras de Eduardo Salomão Neto, *"o financiamento de projetos é usualmente uma operação de empréstimo sindicalizado, com lógica econômica diferenciada e adição de cláusulas e instrumentos assecuratórios"*[51].

José Virgílio Enei conclui por certos traços característicos a esse tipo de operação, os quais estão conectados por uma finalidade comum, a captação de recursos. São eles:

- <u>segregação do empreendimento</u>: isolamento de um projeto das demais atividades desenvolvidas pelos empreendedores, geralmente por meio da constituição de sociedade de propósito específico com limitação de responsabilidade aos seus acionistas, a fim de não expor o patrimônio destes;

- <u>alavancagem financeira</u>: financiamento de projeto via capital próprio dos empreendedores somado à dívida proveniente de mútuos por parte de financiadores, que representa geralmente a maior parte da alavancagem;

---

[51] SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2005.

- financiamento garantido pelo empreendimento: a garantia principal oferecida aos financiadores são os recebíveis e ativos do projeto e, eventualmente, demais garantias prestadas pelos acionistas da sociedade de propósito específico; e

- rede de contratos: vários contratos interligados com o objetivo de estabelecer as obrigações e deveres, assim como alocar responsabilidades e riscos de todas as partes envolvidas na complexa relação ocasionada pela natureza da operação.[52]

[52] 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.

3.2. Evolução Histórica

Alguns doutrinadores entendem que os primeiros traços da estrutura de *project finance* que conhecemos nos dias de hoje podem ser identificados na época do mercantilismo, entre o século XV e o final do século XVIII. Isso porque, naquele tempo, mercadores, financiados por banqueiros florentinos e venezianos, viajavam pela região do Mediterrâneo a fim de vender mercadorias, partilhando com seus patrocinadores tanto o risco quanto o sucesso de suas empreitadas.

John D. Finnerty defende que o *project finance* foi utilizado pela primeira vez no século XVIII, em um financiamento no setor minerário realizado por Frescobaldi, um dos grandes banqueiros de investimento da época, à Coroa Britânica. A estrutura do projeto permitia ao investidor retirar a quantidade desejada de minério não refinado, durante um ano, desde que assumisse integralmente o custo de operação das minas de prata da região de Devon, Inglaterra.[53]

De qualquer forma, condições semelhantes às que hoje encontramos em empréstimos pagos com a produção ou resultado do projeto foram utilizados no passado e remontam às origens do conceito.

Nesse sentido, até mesmo a descoberta do Brasil pode ser curiosamente citada como uma operação bem sucedida de financiamento de projeto, uma vez que mercadores e banqueiros europeus financiaram as expedições de descobrimento pelo Estado português e, em conjunto com a tripulação, dividiram os riscos iniciais e ganhos decorrentes do projeto de exploração.

---

[53] FINNERTY, John D. **Project Finance: Engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

Ronald F. Sullivan em sua obra *International Project Financing* caracteriza a situação econômica mundial para explicar como o conceito moderno de *project finance* se desenvolveu:

> *"Project finance in its present configuration began about three decades ago with the financing of very heavily capital-intensive projects that a single corporation was unable or unwilling to finance on its own:*
>
> - *a corporation may have been unable to finance a particularly large project on its own, even though the success of that project would produce a low-cost product with large profit potential; or*
> - *a company that was capable on its own of arranging the financing for a project may have been deterred from proceeding itself, because of political risks involved if the project was located in an underdeveloped third world country.*
>
> *As a result of both these factors, the modern concept of project financing developed."*[54]

De fato, o *project finance* surgiu no início da década de 70 no Reino Unido, em razão da expansão das plataformas de exploração de petróleo e gás. Em virtude dos vultosos investimentos e do alto risco relacionado à prospecção de petróleo e gás, empreendedores buscaram alternativas para dividir os riscos do negócio com os financiadores, obtendo recursos para viabilização dos empreendimentos.

---

[54] SULLIVAN, Ronald F. **International Project Financing**. Juris Publishing, Inc.; 4th edition, 2004.

Pode-se afirmar que o *project finance*, tal qual entendemos hoje, surgiu no Brasil no início dos anos 90, em meio aos processos de privatização e a estabilidade trazida pelo Plano Real. Neste contexto, o ente público deixou de ser o principal investidor em projetos de infraestrutura, passando esta função gradativamente à iniciativa privada.

Esta mudança de agente financiador trouxe algumas inovações no cenário econômico brasileiro, de forma que foram necessários novos arranjos financeiros que permitissem a mitigação e segregação dos riscos envolvidos nos empreendimentos. Assim, as empresas envolvidas nos principais projetos de infraestrutura (concessões de telecomunicações, energia elétrica, petróleo e transportes) encontraram no *project finance* uma forma de financiamento que permitisse a mitigação de parte dos riscos provenientes dos seus novos negócios, uma vez que os credores poderiam repartir os riscos com os licitantes.

Neste cenário, é possível afirmar que houve alguns importantes marcos regulatórios que ajudaram o desenvolvimento do *project finance* no Brasil, como, por exemplo, a promulgação da Lei nº 9.472/1997 (Lei Geral das Telecomunicações) e o próprio processo de privatização do Sistema Telebrás, o novo modelo do setor elétrico implementado pela Lei n° 10.848/2004 e, recentemente, o lançamento de Programas do Governo Federal como o Programa de Aceleração do Crescimento – PAC.

Vale mencionar também que a estrutura de *project finance* desenvolvida no Brasil possui importante uma peculiaridade. Normalmente, em um projeto de investimento com recursos orçamentários diretos do Estado, não há financiamento, (exceto pelos empréstimos externos). Por outro lado, no caso de empresas estatais, os financiamentos podem ser obtidos de agentes públicos ou do setor privado, geralmente com o aval do Tesouro Nacional. Assim, ficaria reduzido o risco de crédito para os bancos e credores, já que a contínua arrecadação tributária diminuiria a possibilidade de falência do negócio. Todavia, quando se trata de concessão de serviço público, o direito brasileiro impossibilita que os credores assumam a conclusão da implantação

ou a operação do projeto, pois esta prática é considerada fraude ao processo licitatório. Dessa forma, pode-se afirmar que, de acordo com o direito brasileiro, só é possível implantar o *project finance* para pessoas jurídicas de direito privado, de controle estatal ou privado. Entretanto, essa peculiaridade não deve ser considerada como um grande obstáculo para a viabilização de PPPs pelo *project finance*, uma vez que o Estado pode agir por meio de suas empresas estatais, ainda muito relevantes na economia brasileira.

Assim, na última década, o Brasil avançou muito em estruturas de *project finance*, sempre as atrelando a projetos ligados à infraestrutura. Além do crescimento no número de operações, vale mencionar que as estruturas têm se desenvolvido de diferentes formas, muitas vezes com a participação assídua de agências multilaterais e também por meio do mercado de capitais – visto a recente utilização dos *project bonds* (em razão, principalmente, das ofertas públicas com esforços restritos de colocação desde 2009) e fundos de *private equity* .

Essa popularização do *project finance* está atrelado a duas características importantes. A primeira refere-se à ausência de garantias, um problema tradicional de projetos de grande porte, sendo a solução encontrada a constituição de um gravame sobre o próprio fluxo de caixa do projeto. A segunda, no caso de empresas estatais, é a possibilidade de realizar investimentos *off balance* que seriam desvinculados das estatísticas de *déficit* público.

Não se pode negar que os números mostram que os investimentos em infraestrutura no Brasil cresceram brutalmente nos últimos anos, todavia, a demanda ainda é muito grande para eliminar os gargalos que atrapalham a competitividade e o crescimento econômico no cenário mundial. Ainda existem, sem dúvidas, inúmeros projetos a serem licitados, principalmente aqueles ligados às obras da Copa do Mundo de 2014, das Olimpíadas de 2016 e relacionados ao pré-sal.

3.3. *Project Finance* x *Corporate Finance*

É possível afirmar que as estruturas de *project finance* se distinguem das demais modalidades de financiamento, em especial do *corporate finance*, principalmente em função da concessão de crédito a uma entidade jurídica independente e, de certa forma, segregada, ou seja, as SPEs (sociedade de propósito específico). Por tal razão, o *project finance* é estruturado a partir da capacidade financeira do projeto financiado a cargo da SPE, sendo que a decisão dos credores será baseada na perspectiva do projeto de remunerar o capital investido com seu próprio fluxo de caixa, ou seja, em tese, sem solidariedade com os acionistas.

O conceito de *project finance* envolve a implementação de um empreendimento, por uma pessoa jurídica ou unidade econômica com fins específicos. Em um *project finance*, os credores baseiam seus empréstimos na capacidade futura do fluxo de caixa do empreendimento, de forma que é possível afirmar que existe uma garantia colateral dos credores no desenvolvimento do projeto.

Eduardo Salomão Neto esclarece que:

> *"É essencial que as garantias para o financiamento sejam o fluxo de caixa do projeto, seus ativos, recebíveis e contratos, e que seja claramente demonstrada a viabilidade do projeto e as receitas que podem ser geradas para garantir o seu retorno, pois o empreendimento deve ser sua própria garantia e ser capaz de convencer os financiadores-investidores de sua viabilidade econômico-financeira, o que independe da condição financeira individual dos agentes envolvidos, já que os investidores estão mais*

> *preocupados é com o fluxo de caixa do empreendimento."*[55]

Assim, os credores, para aceitar o projeto, precisam estar cientes da expertise dos administradores do empreendimento na área específica do projeto, da capacidade dos gestores em implementar o projeto e negociar mecanismos financeiros com a comunidade financeira, bem como das possibilidades de fluxos financeiros estáveis.

Vale dizer, portanto, que a estruturação do *project finance* exige uma série de instrumentos financeiros, comerciais e jurídicos para mitigação de riscos e um controle eficiente sobre os fluxos financeiros do projeto.

Em resumo, o *project finance* pressupõe que os participantes possam compartilhar e mitigar os riscos do projeto, evitando concentrá-los em um único empreendimento ou setor.

Cumpre mencionar ainda que o *project finance* se apresenta especialmente interessante em três tipos de empreendimentos:

a) Investimento em projetos de grande porte que desobrigam os empreendedores quanto à concessão de garantias, cujos débitos do financiamento constam somente no balanço da SPE;

b) União de empresas que, quando associadas, apresentam sinergias positivas, havendo uma agregação de potencial de mercado, tecnologia, experiência na execução e montagem do projeto e capacidade operacional, como por exemplo em quando empresas demandantes e concorrentes se unem a fornecedores e construtores montando uma SPE para geração própria de energia elétrica; e

c) Implantação de projetos de infraestrutura em regime de concessão em que o setor privado não está disposto a assumir aportes elevados de recursos,

---

[55] SALOMÃO NETO, Eduardo. *op. cit.*

situação em que quanto maior o número de empresas e agências governamentais envolvidas, maior estabilidade às regras de concessão.

Finalmente, é possível afirmar que uma das formas mais eficientes de se compreender a diferença entre o *project finance* e um simples financiamento, é por meio da comparação entre as duas estruturas.

Assim, de uma maneira sintética, seguem abaixo pontos comparativos da modalidade de financiamento usual corporativo e do *project finance*:

Tabela 3 – Corporate Finance x Project Finance

QUANTO À ORGANIZAÇÃO	
As grandes empresas são geralmente organizadas de forma corporativa, por meio de sociedades comerciais, incluindo vários empreendimentos econômicos em que os fluxos de caixa de diferentes ativos e negócios de distintas áreas econômicas podem se misturar. Nesse tipo de organização, se uma operação for estruturada a partir dessas sociedades com múltiplos projetos, não há segregação de risco por projeto específico. Assim, diz-se, então, que a operação é corporativa, o *corporate finance*.	No *project finance*, os ativos e fluxos de caixa relacionados a um determinado projeto são segregados das demais atividades dos acionistas, pois o projeto é desenvolvido exclusivamente por meio de uma sociedade de propósito específico. O projeto pode ser organizado como parceria ou como sociedade para utilizar, de forma mais eficiente os benefícios desejados, como por exemplo, um benefício fiscal ou, no caso mais comum para financiamento de projetos, buscando um equacionamento melhor das fontes a partir dos méritos de um projeto de exploração econômica.
QUANTO AO CONTROLE E AO MONITORAMENTO	

No *corporate finance*, há alguma modalidade de direito de regresso dos credores contra os acionistas e, assim, os riscos são diversificados entre os ativos se suas carteiras. Certos riscos podem, inclusive, ser transferidos a terceiros, por meio da contratação de seguros ou atividades de *hedging*, mas sem eximir os controladores do amplo direito de gestão e da responsabilidade residual.	No *project finance*, deve haver um limite claro de risco a ser assumido pelos sócios e a exposição financeira dos credores é específica para cada projeto. Dessa maneira, as condições contratuais redistribuem riscos relacionados ao projeto entre as partes que melhor possam assumi-los. O *project finance*, portanto, pressupõe alguma medida de compartilhamento das decisões entre os tomadores de risco.
QUANTO À FLEXIBILIDADE FINANCEIRA	
Quando um financiamento é montado no âmbito corporativo, a estrutura é rapidamente montada com base na classificação de risco da sociedade original e, dessa forma, os recursos gerados internamente podem ser usados para financiar outros projetos, evitando as exigências e os custos dos mercados financeiro e de capitais.	No *project finance*, os arranjos financeiros são altamente estruturados e complexos, consumindo maior tempo, envolvendo maior volume de informações, contratos e custos na própria estruturação da transação.
QUANTO AO FLUXO DE CAIXA	
No *corporate finance*, os administradores têm amplo arbítrio com relação à alocação do fluxo de caixa líquido entre dividendos e reinvestimento. Os fluxos de caixa misturam-se e, posteriormente, são	No *project finance*, os administradores da SPE têm arbítrio limitado com relação à alocação do fluxo de caixa líquido. Existe uma série de mecanismos contratuais que limitam a atuação dos administradores, por

alocados de acordo com a política corporativa do grupo econômico a que pertencem.	exemplo, conta corrente centralizadora de recebíveis, de forma que o fluxo de caixa líquido pode ser distribuído aos financiadores antes de qualquer distribuição de dividendos, por exemplo.
QUANTO AOS CUSTOS DE INTERMEDIAÇÃO	
No *corporate finance*, os investidores de capital de risco estão expostos sozinhos aos custos financeiros para o desenvolvimento de um projeto. Dessa forma, é mais difícil segregar a captação de recursos específicos para um determinado projeto, pois os recursos são captados sob o foco da necessidade de vários projetos, além das dificuldades em oferecer uma remuneração diferenciada para os diversos financiadores. Nessa estrutura, os custos de intermediação possivelmente serão menores para os investidores de risco individualmente, tendo em vista a baixa complexidade de sua estruturação.	No *project finance*, os custos de intermediação dos recursos devem ser diluídos e deduzidos dos ganhos finais do projeto. Assim, os incentivos à gerência de captação, realizada por terceiros, podem ser atrelados ao desempenho do projeto. O monitoramento mais rigoroso por parte dos investidores é facilitado, ficando os altos custos de intermediação, teoricamente, mais condizentes com os riscos do próprio projeto do que no financiamento corporativo.
QUANTO AOS CONTRATOS DE DÍVIDA	
No *corporate finance*, os credores se valem de toda a carteira de ativos do acionista para o serviço da dívida. Há, de fato, uma segregação de	No *project finance*, os credores valem-se de um ativo ou conjunto de ativos específicos para o serviço da dívida, e os contratos de dívida são elaborados

interesses quanto à efetiva conclusão do projeto apoiado, desde que existam garantias consideradas suficientes pelos credores. Os credores buscam uma posição protegida em relação aos demais.	sob medida para as características específicas do projeto.
QUANTO À CAPACIDADE DE ENDIVIDAMENTO	
No *corporate finance*, o financiamento da dívida utiliza parte da capacidade de endividamento dos acionistas, normalmente por meio de uma garantia pessoal. Teoricamente, o *spread* de um projeto de *corporate finance*, em que há diluição de risco, é menor que em um *project finance*, se esse fosse o único fator a ser considerado.	No *project finance*, o suporte de crédito proveniente de outras fontes, como fornecedores de equipamentos ou compradores da produção do projeto, pode e, de fato, deve ser canalizado para dar suporte aos empréstimos tomados pelo projeto. A capacidade de endividamento do acionista pode, portanto, ser expandida para a realização de outros projetos do grupo econômico a que pertença, podendo alcançar uma mobilização de maior volume de recursos do que aquela com a qual o acionista garantiria o projeto diretamente.
QUANTO À INADIMPLÊNCIA DE OBRIGAÇÕES FINANCEIRAS	
No *corporate finance*, dispendiosos e demorados arranjos financeiros podem ser evitados. Por meio de instrumentos de garantia pessoal (fiança/aval), os credores têm o	No *project finance*, o custo de resolução de apuros financeiros para o empreendimento é antecipado, por meio de complexos arranjos de garantia. Em caso de problemas, as

benefício de direito de acesso a toda a carteira de ativos dos sócios, em caso de inadimplência do devedor (*full-recourse*).	eventuais soluções já estarão previamente definidas e acordadas. O projeto pode ser isolado da possível insolvência do acionista. Assim, as chances de os credores recuperarem seu principal e encargos são mais limitadas, pois a dívida geralmente não é pagável com recursos de outros projetos (externos à SPE).

Vale descrever, ainda, a tabela comparativa sintética elaborada por Eduardo Fortuna, em sua obra Mercado financeiro, ilustrando de forma brilhante a diferença entre *project finance* e financiamento direto[56]:

Tabela 4 – Project Finance *x* Financiamento Direto

PROJECT FINANCE	**FINANCIAMENTO DIRETO**
Baseado na receita futura do projeto	Baseado no crédito geral da empresa e de seu grupo econômico
Ativos são vinculados ao projeto	Ativos geram caixa para quitar os débitos
Entidade jurídica distinta – fluxo de caixa e ativos independentes do empreendedor	Entidade empreendedora – fluxo de caixa e ativos se misturam
Garantias específicas do projeto	Garantias genéricas da empresa

[56] FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 7 ed. Ver. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

Contratos *taylor made*	Contratos-padrão
Direito de regresso ao empreendedor limitado ou nulo	Direito total de regresso ao empreendedor
Demora na montagem e altos custos	Rapidez na montagem e custos relativamente menores
Credibilidade do projeto	Credibilidade do devedor

3.4. Vantagens e desvantagens

Após a comparação feita no capítulo anterior entre o *project finance* e o financiamento corporativo, cumpre mencionar as principais vantagens e desvantagens atribuídas ao financiamento de projetos.

Eduardo Fortuna defende que *"(...) a grande vantagem do project finance é a ruptura da abordagem tradicional centrada na empresa que busca financiamento para a implantação de um projeto e a adoção de um conceito mais amplo, o do empreendimento com vários participantes. Caracteriza-se como uma parceria de negócios em risco e retorno".*[57]

Valendo-se da síntese apresentada acima, pode-se afirmar que uma das principais razões econômicas para a utilização do *project finance* decorre de que a administração de determinada empresa que esteja endividada não se motive ou empenhe por iniciativas empresariais cujos resultados não irão gerar lucro distribuível aos acionistas, mas apenas recursos para pagar credores.

Isso porque, em princípio, o projeto a ser financiado terá um profundo estudo de viabilidade distinto e seus resultados poderão ser isolados em benefício dos financiadores, que, por sua vez, terão menos a temer a falta de iniciativa dos administradores. Adicionalmente, o projeto financiado não cria uma dívida direta para as empresas beneficiadas pelo empreendimento, de forma que os credores dessas empresas, principalmente os futuros credores, não exigirão remuneração adicional por seus financiamentos.

Ademais, o *project finance* aparece como uma boa alternativa no sentido que não existirão, e nem serão permitidas, outras obrigações da sociedade responsável pelo projeto, exceto aquelas destinadas ao desenvolvimento do próprio empreendimento, o que reduz o risco de insolvência e má gestão e, em caso da ocorrência do pior dos cenários (a insolvência da sociedade, por

[57] FORTUNA, Eduardo. *op. cit.*

exemplo), há um maior controle da quantidade de credores com os quais será necessário negociar para ampliar prazos de pagamento e reerguer o empreendimento, ou até mesmo para liquidá-lo para solver as dívidas.

Nota-se também que a multiplicidade de participantes no estrutura de *project finance* (sócios, financeiras, seguradoras, fornecedores, compradores, construtores) exige práticas sofisticadas de governança corporativa. O *project finance*, portanto, vem contribuindo com inúmeros exemplos de acordo de acionistas, contratos de compartilhamento de garantias, criação de *covenants* acompanhados por auditorias especializadas (contábeis, ambientais, legais). Todos esses contratos representados por instrumentos cujas cláusulas exigem transparência e diferentes graus de parceria.

O processo de avaliação e análise pelo qual passa o projeto financiado reduz bastante a assimetria de informações, podendo refletir positivamente numa redução dos custos de financiamento. A segregação de risco e maior previsibilidade em relação ao retorno do projeto atraem os diversos investidores devido às taxas de remuneração do capital compatíveis com as praticadas pelo mercado.

A segregação dos riscos e, consequentemente, de recursos entre os participantes torna o *project finance* mais atrativo para os setores intensivos em capital, sobretudo o de infraestrutura. Tendo em vista que parte do risco do fracasso do projeto é assumido pelos financiadores, os empreendedores podem aplicar capital em diferentes projetos de risco sem que isso exponha excessivamente sua situação financeira a riscos.

Pode-se apontar também como vantagens do *project finance*, a possibilidade de estruturação do projeto a fim de maximizar benefícios fiscais, já que toda a estrutura criada para o empreendimento é desenvolvida sob medida, além de permitir que se condicionem distribuições de resultado aos acionistas à obtenção de determinado indicadores favoráveis no projeto e à geração de reservas suficientes para contingências.

O *project finance* permite uma significativa alavancagem financeira para os acionistas, pois, conforme já mencionado nesse trabalho, possibilita que os acionistas participem de diversos projetos, comprometendo um reduzido volume de capital e diversifiquem sua carteira de projetos, aumentando, portanto, o retorno sobre o capital investido, desde que o custo da dívida seja inferior ao retorno do projeto sem dívida. No exterior, a dívida pode vir a participar em até 100% dos recursos necessários para o investimento (apesar de os níveis normalmente praticados variarem de 60% a 80% do projeto, dependendo da capacidade financeira e dos riscos do projeto). Sendo assim, as vantagens para o acionista privado também se convertem em vantagens para o Estado, uma vez que o *project finance* se trata de uma forma de alavancar investimentos em áreas nos quais os altos montantes envolvidos, os diversos riscos e o longo prazo de maturação são fatores limitadores para que a iniciativa privada comprometa seu capital.

Muitos autores argumentam que uma das principais vantagens do *project finance* é a obtenção de financiamento *"fora do balanço"* (*off balance sheet*), evitando uma possível contaminação entre os balanços das empresas controladoras e o da SPE. O tratamento contábil distinto proporciona aos credores uma maior transparência em relação à capacidade financeira da SPE, justamente por terem abdicado da carteira de ativos bem como do fluxo de caixa de outros negócios dos acionistas. Já os acionistas, principalmente os que têm as suas ações negociadas em bolsa de valores, vislumbram, com essa modalidade de financiamento, reduzir os indicadores de endividamento.

Em contrapartida, a principal desvantagem do *project finance*, em relação ao financiamento simples, refere-se a sua complexidade documental e consequente demora na implementação. As negociações para estruturação de tais operações têm uma duração mínima de seis meses a um ano, sem contar casos específicos que podem superar tal prazo, o que algumas vezes pode acarretar em uma diminuição do retorno financeiro do projeto, se sua implementação for atrasada em virtude das negociações.

É importante ressaltar, também, que nem sempre se pode utilizar o financiamento de projetos em operações de captação de crédito, visto que é importante que as características atinentes à referida modalidade estejam presentes. Ademais, por ser muito cara, a estrutura do financiamento de projetos aplica-se preponderantemente a obras de valor elevado, com o envolvimento de um sindicato de bancos ou organismos multilaterais de créditos, geralmente no setor de infraestrutura, envolvendo projetos de energia, transportes, mineração, petróleo, entre outros.

O *project finance*, sem dúvidas, consome mais tempo que a modalidade de financiamento corporativo. Conforme já mencionado, a participação de um número maior de agentes constitui uma vantagem ao diluir os riscos entre eles. Por outro lado, a tentativa de compatibilizar os diferentes interesses dos participantes envolvidos pode se tornar uma desvantagem, devido à complexa estrutura contratual necessária nesse tipo de operação e os variados impasses que surgem durante as negociações.

A maior complexidade dessa estrutura também eleva os custos de transação em razão das despesas envolvidas na estruturação do projeto, pesquisa e gerenciamento de informações e questões fiscais, preparação de documentação e o grande investimento de tempo de gerência. Quanto mais desconhecido o cenário do projeto, maiores serão o tempo de pesquisa e a busca por instrumentos de mitigação.

Vale mencionar que um primeiro financiamento dessa espécie levará mais tempo para ser estruturado e sairá mais caro que uma operação tradicional. Entretanto, tendo uma estrutura montada, o tempo e o custo caem com a reutilização dos instrumentos e das parcerias.

Cumpre citar, ainda, que ao utilizar o *project finance*, o acionista compromete-se muitas vezes a relatar e submeter à análise todas as suas decisões e atos administrativos e financeiros aos financiadores, por meio de relatórios regulares relacionados a investimentos físicos, operacionais e situação contábil e financeira. Ao divulgar esse tipo de informação pode ser

considerada mais uma desvantagem na medida em que restringe o poder de decisão dos acionistas sobre o projeto.

Em relação aos riscos envolvidos no projeto, vale ressaltar que em alguns casos, os riscos do projeto são tão altos que os custos de captação da SPE superam o dos seus sócios, anulando, portanto, uma das principais vantagens dessa modalidade, que é proporcionar à SPE um *rating* melhor do que o de seus sócios. Nesse cenário, o *project finance* poderia ser justificado por motivos estratégicos, todavia, como a intenção é concentrar todos os riscos em um só projeto, em vez de diluí-los, como numa operação tradicional corporativa, sua classificação de risco tenderia a ser maior que a de seu grupo originador.

Analisar as vantagens e dificuldades de se implementar o *project finance* é o muito importante para a decisão de adotar ou não essa modalidade. O conhecimento do contexto macroeconômico, político, regulatório e legal do país onde o projeto será instalado também é fundamental para essa escolha. A sua implementação exige um ambiente macroeconômico e legal razoavelmente estável, que permita um nível aceitável de previsibilidade da geração de caixa do projeto, assim como do comportamento dos agentes envolvidos e da validade jurídica dos contratos firmados.

Este é um dos principais desafios para a implementação dessa modalidade de financiamento em mercados emergentes como o Brasil.

3.5. Garantias: conceito básico de financiamento de projetos

Diante da característica principal do financiamento de projetos, qual seja a incerteza do sucesso do empreendimento com o consequente retorno do empréstimo, uma das soluções encontradas e exigidas pelos financiadores é a proteção por meio de garantias prestadas pela sociedade criada para exploração do empreendimento e por eventuais partes relacionadas ao projeto. Tal é a importância de sua outorga que José Virgílio Enei afirma categoricamente que "*as garantias constituem um dos pilares do financiamento de projetos*"[58].

Isso porque, como já dito ao longo desse trabalho, o financiamento de projetos apresenta riscos para todos aqueles que estão envolvidos na operação. Do ponto de vista econômico, pode se afirmar que ocorre risco quando são conhecidos os vários resultados e as probabilidades de cada um deles decorrentes de um conjunto de ações em uma situação – quando as probabilidades são desconhecidas, podemos dizer que estamos diante de uma incerteza. Dessa forma, os riscos estão associados a possibilidades de inadimplência do devedor.

Entretanto, é importante ressalvar que, diferentemente do contexto do direito civil, as garantias prestadas no âmbito do financiamento de projetos visam a manutenção dos bens e direitos gravados em posse da empresa devedora que está desenvolvendo o projeto, de forma a possibilitar a realização do empreendimento, e não a transferência dos bens onerados ao credor. Tal característica também se deve ao foco de longo prazo desse tipo de operação e ao fato de o empreendimento geralmente possuir um valor consideravelmente maior do que o de seus ativos isoladamente considerados, facilitando a geração de fluxo de caixa para posterior pagamento da dívida.

---

[58] ENEI, José Virgílio Lopes. *op. cit.*

Nesse sentido, Phillip Fletcher sintetiza os principais objetivos da outorga de garantias nas operações de financiamento de projetos:

> *"The purpose of the security is to ensure, first that no other creditor of the borrower is able to achieve a preferential position (a "defensive purpose") and, second, to enable the lender to obtain ownership and control of, or simply to sell, the project following an exercise of remedies (an "offensive purpose")".*[59]

Ressalta-se que, em vista a complexidade que envolve os financiamento de projetos, nessas operações geralmente são outorgadas diferentes garantias em favor dos financiadores, o denominado pacote de garantias. Assim, ainda que cada uma das garantias presentes no pacote ser constituída por instrumento particular, estas sempre se relacionam, inclusive para permitir que sejam executadas conjuntamente, quando isso for recomendável.

Tal estruturação de garantias é uma variável importante do ponto de vista dos financiadores. Dessa forma, existem três sistemas de garantias, quais sejam, o *full recourse*, o *limited recourse* e o *non recourse*. O *full recourse* envolve um sistema tradicional de garantias e os atenuantes de risco não são usualmente utilizados. Os outros dois modelos são utilizados quando existem contratos vinculados que irão gerar uma renda para o projeto, tal como um contrato de compra e venda de longo prazo. No *non recourse*, as garantias são os próprios ativos do projeto e o fluxo de caixa, ou seja, a estrutura tradicional do financiamento de projetos. Já o *limited recourse* é um sistema intermediário entre as duas hipóteses mencionadas, com garantias tradicionais e recebíveis.

As características do *non recourse* fazem com que esse seja o cenário ideal de um financiamento de projetos, entretanto representam uma parcela

---

[59] FLETCHER. Phillip. *op. cit.*

pequena das operações realizadas, principalmente no Brasil. Nesse contexto as garantias são constituídas principalmente pelas receitas do projeto, bem como pela oneração de ativos da empresa do projeto, tais como as suas ações, contas bancárias, contratos; apólices de seguro, imóveis, entre outros. Todavia esse tipo de estrutura acarreta em um aumento do risco do negócio para os demais envolvidos no projeto, podendo resulta em um encarecimento do custo do financiamento.

Já o *limited recourse* se apresenta como uma alternativa intermediária. Assim, os sócios oferecem fiança ou aval, ou até mesmo uma fiança bancária, por um prazo determinado, geralmente em uma fase inicial do projeto que concentre o maior risco para o sucesso do projeto e ainda não gere nenhuma receita, como por exemplo, durante a fase de construção. Isso faz com que sejam reduzidos os riscos envolvidos no empreendimento, tornando o custo do financiamento menos elevado. Pode se dizer que essa modalidade é a mais utilizada pelo mercado.

O maior problema para a aplicação dos fundamentos de um financiamento de projetos no setor de infraestrutura brasileiro, principalmente no que tange a projetos que com envolvimento de concessão de serviços públicos, é a impossibilidade de se conceder em garantia bens vinculados ao serviço público ou reversíveis ao poder público. Sendo assim, a título exemplificativo, não é possível receber estradas ou ferrovias como garantia.

Isso se soma à impossibilidade dos credores assumirem a conclusão da implantação ou a operação de um projeto sujeito à concessão. Pela Lei de Concessões de Serviços Públicos, a assunção integral do projeto por terceiros pode ser entendida como fraude ao processo de licitação da concessão, mesmo que se busque atingir os fins do interesse público.

Consequentemente, o bem que dá consistência ao projeto e que tem valor é a concessão, os direitos e receitas dela decorrentes. Portanto, a dificuldade se demonstra na medida em que na maioria das vezes as

características do *non recourse* estão presentes nas operações, as quais acabam se adaptando para prosperar.

Sendo assim, a análise do projeto com buscas à minimização dos riscos à sua conclusão ou operação tem sido a saída promovida para realizar as operações dos projetos. A garantia nesses casos fica direcionada aos recebíveis do projeto.

É importante mencionar que quando a análise passa a ser centrada no fluxo de caixa, deve-se utilizar um sistema de práticas minimizadoras de risco em relação às variações desse fluxo de caixa. Nesse cenário, uma importante e muito utilizada ferramenta são os *covenants*.

O instituto do *covenant*, decorrente do direito anglo-saxão, constitui no conjunto de compromissos e promessas do devedor protegendo os interesses do credor e estabelecendo se determinados atos devem ou não ser cumpridos.

Constitui-se, de certa forma, um sistema de garantia indireta 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 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.

Ao contrário de outros institutos anglo-saxões, os *covenants* são perfeitamente compatíveis com o direito pátrio, convivendo perfeitamente com as garantias normalmente utilizadas no Brasil. Todavia, há uma diferença fundamental entre eles, pois se trata de uma garantia que tem o foco na boa administração e na integridade do patrimônio, muito mais baseada na credibilidade do devedor que em qualquer conforto que uma garantia real possa trazer.

Os *covenants* consistem em obrigações civis ou comerciais acessórias, equiparando-se às obrigações de fazer e de não fazer, disciplinadas pelo Código Civil, as quais se prendem, basicamente, a três modalidades mais comuns de preocupações (i) limitação do grau de endividamento da empresa; (ii) limitação ou impedimento para contrair novas obrigações; e (iii) manutenção de capital de giro mínimo.

Pode-se dizer que o grande benefício da disseminação do *project finance* diz respeito à substituição de garantias usuais (pouco efetivas pela exigência da execução de contratos) pelas conhecidas garantias de *performance*, que permitem maior flexibilidade a acionistas e credores. Em relação aos acionistas, a principal vantagem é dispor da possibilidade de utilizar os ativos e os resultados do projeto ao invés de oferecer os seus ativos como garantia. E, para os credores, o fluxo de caixa do projeto constitui-se numa garantia muito mais líquida do que os ativos. A utilização dos *covenants* financeiros é um grande avanço, ao permitir um monitoramento da *performance* financeira e administrativa do projeto, podendo implicar redução de custos de financiamento justamente pela qualidade das garantias retidas pelos credores.

CAPÍTULO IV – GARANTIAS FIDUCIÁRIAS EM FINANCIAMENTO DE PROJETOS

4.1. Alienação Fiduciária de Bens e Ativos

Os bens móveis e ativos de titularidade da sociedade de propósito específico do projeto, quando existentes e passíveis de garantia, são geralmente onerados por em favor dos financiadores do projeto.

A fim de garantir o pagamento e o cumprimento integral das suas obrigações, a SPE transfere aos financiadores, de acordo com as disposições dos artigos 1.361 e seguintes do Código Civil, em alienação fiduciária, a propriedade resolúvel e a posse indireta de todos os seus equipamentos industriais e maquinários existentes. Além disso, é comum que qualquer rendimento ou produto resultante da venda, permuta, arrendamento, locação, alienação ou disposição de quaisquer dos bens alienados fiduciariamente também seja incluído na garantia, assim como quaisquer novos ativos que sejam adquirido pela SPE.

Tendo em vista o foco da constituição das garantias no financiamento de projetos, qual seja a continuidade e preservação do empreendimento como unidade produtiva em operação, os bens alienados fiduciariamente permanecem na posse da sociedade do projeto, permitindo-lhe exercer sua atividade empresarial e gerar receitas sem maiores embaraços.

Nesse sentido, em conformidade com o disposto no parágrafo 2º do artigo 1.361 e no artigo 1.363 do Código Civil, a SPE é mantida na posse direta dos bens alienados fiduciariamente, devendo utilizá-los segundo sua finalidade e mantê-los e conservá-los, às suas expensas, sob sua guarda e proteção, com a devida diligência, assim como mantê-los segurados.

Mediante a ocorrência de qualquer evento de inadimplemento, quaisquer dos credores terão o direito de, nos termos do artigo 1.364 do Código Civil e do artigo 66-B da Lei n° 4.728/1965, promover a busca e apreensão e/ou recuperar, de imediato, a posse direta dos bens alienados fiduciariamente, assim como aliená-los, no todo ou em parte, por meio de venda pública ou particular, cessão, transferência ou por qualquer outro meio a terceiros, independentemente de qualquer avaliação, leilão, praça, ou quaisquer outras medidas judiciais ou extrajudiciais, e aplicar os respectivos recursos para satisfação do crédito, ficando os credores devidamente autorizados e investidos de plenos poderes pela SPE para tomar todas e quaisquer medidas necessárias para a consecução do previsto.

Como já explicitado, a exemplo das demais garantias reais, em que é proibido o pacto comissório, é vedado ao credor fiduciário tomar para si o bem alienado em garantia em vista do não pagamento da dívida em seu vencimento. Dessa maneira, o credor é obrigado a excutir o bem dado em garantia mediante a venda judicial ou extrajudicial do bem.

Entretanto, a alienação fiduciária de bem imóvel tem a vantagem sobre a hipoteca, uma vez que permite o leilão extrajudicial do bem, conforme procedimento previsto no artigo 27 da Lei n° 9.514/1997[60], prevenindo o credor das inúmeras exigências de venda judicial, conforme já demonstrado acima.

Outra grande vantagem da alienação fiduciária em comparação ao penhor ou à hipoteca é que o bem alienado fiduciariamente não integra a massa falida do devedor, podendo ser objeto de pedido de restituição por parte do credor fiduciário. Por consequência, o credor fiduciário não se sujeita à preferência estabelecida em favor dos credores trabalhistas na forma do artigo 83, I, da Lei de Falências – o que não ocorre com o penhor e a hipoteca.

---

[60] “Artigo 27 da Lei n° 9.514/1997 – "*Uma vez consolidada a propriedade em seu nome, o fiduciário, no prazo de trinta dias, contados da data do registro de que trata o parágrafo 7º do artigo anterior, promoverá público leilão para a alienação do imóvel”.*

4.2. Alienação Fiduciária de Ações

Outra garantia muito importante e sempre presente nos pacotes de garantias de operações de financiamento de projetos é a alienação fiduciária sobre as ações ou quotas, conforme o caso, representativas da totalidade do capital social da companhia incumbida de explorar o projeto.

A fim de garantir o pagamento pontual e integral e cumprimento das obrigações assumidas pela SPE, as sociedades patrocinadoras cedem e transferem, em alienação fiduciária em garantia, nos termos do artigo 40 da Lei nº 6404/76, do artigo 66-B da Lei n° 4.728/65, do Decreto-lei n° 911/1969, e das disposições do Código Civil, no que for aplicável, a propriedade fiduciária, em primeiro e único grau, aos credores, da (i) a totalidade das ações representativas do capital social da SPE; (ii) todos os dividendos (em dinheiro ou mediante distribuição de novas ações), lucros, frutos, rendimentos, bonificações, direitos, juros sobre capital próprio, distribuições e demais valores recebidos ou a serem recebidos ou de qualquer outra forma distribuídos às sociedades patrocinadoras, inclusive mediante a permuta, venda ou qualquer outra forma de disposição ou alienação das ações alienadas fiduciariamente, e quaisquer bens, valores mobiliários ou títulos nos quais referidas ações sejam convertidas; e (iii) o direito de subscrição de novas ações representativas do capital social da SPE, bônus de subscrição, debêntures conversíveis, partes beneficiárias, certificados, títulos ou outros valores mobiliários conversíveis em ações, relacionados à participação acionária das sociedades patrocinadoras.

O pacote de garantias outorgado ao financiador normalmente lhe atribui pelo menos duas alternativas excludentes para efeito de execução e satisfação de seu crédito em caso de inadimplemento por parte da sociedade devedora; executar as garantias incidentes diretamente sobre o estabelecimento comercial, seus bens e direitos, de forma que estes sejam, tanto quanto possível, transferidos em bloco ao patrimônio de uma terceira sociedade que

tenha oferecido o melhor lance e que, conforme o caso, tenha sido previamente aprovada pelo Poder Concedente, ou obter uma garantia incidente sobre as próprias ações da empresa, de tal forma que possa transferir a sociedade como um todo para um novo controlador que tenha oferecido melhor lance e que, igualmente, nessa qualidade, tenha sido aprovado pelo Poder Concedente. Obviamente, não há uma resposta única para esse dilema e caberá o exame das circunstâncias presentes em cada situação para se averiguar a melhor alternativa.

A execução da alienação fiduciária de ações, tal qual a venda de ações, não enseja a preocupação com a venda em bloco ou isolada dos bens e direitos, haja vista que o capital da sociedade devedora já tem o condão de transferir a sociedade como um todo dos acionistas originais para os novos acionistas, operando, por consequência, a transferência de todo o empreendimento, incluindo todos os seus bens e direitos, os quais se mantêm ligados à sociedade transferida.

Quanto aos direitos políticos pertinentes às ações alienadas fiduciariamente, costuma-se atribuir, com fundamento no artigo 113 da Lei das S.A., direitos de veto ao financiador em relação à deliberação dos acionistas em determinadas matérias listadas no contrato, inclusive para aprovação da distribuição de dividendos, aprovação de fusões, aquisições ou outras reorganizações societárias, aprovação de novos endividamentos acima de certo limite, outorga de garantias a terceiros e alterações no estatuto social.

Mediante a ocorrência de um evento de vencimento antecipado devidamente notificado pelos financiadores à SPE e às sociedades patrocinadoras, todos e quaisquer direitos de voto só poderão ser exercidos mediante o prévio consentimento por escrito dos credores.

Questão de relevância também é a possibilidade de o financiador assumir o controle temporário da sociedade do projeto e da sua administração, em caso de inadimplemento, administração temerária ou grave ameaça à integridade do empreendimento, conhecido como *step-in right*.

A mera previsão no contrato no sentido de que o financiador poderá, em determinadas hipóteses, passar a exercer diretamente o direito de voto em relação às ações, em substituição aos acionistas, parece de fundamento questionável, considerando que o artigo 113 da Lei das S.A. mantém o direito de voto na pessoa do acionista, outorgando ao credor pignoratício, mero direito de veto: *"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".*

Sendo assim, para evitar quaisquer problemas, se estabelece que, na ocorrência e durante a ocorrência de qualquer evento de vencimento antecipado, os credores terão direito de (i) requerer a destituição de todos ou de qualquer um dos membros da administração da SPE e/ou (ii) aprovar, prévia e expressamente, a nomeação de novos membros da administração que venham a ser eleitos pelas sociedades patrocinadoras.

Referido dispositivo permite que os credores exerçam uma influência na administração da SPE, porém sem confundir-se no papel de acionista. Isso porque, diante da natureza dos projetos que são financiados nessa modalidade, o valor agregado do projeto é muito maior do que simplesmente as ações da SPE. Nesse sentido, ao promover a correta administração da sociedade, os credores asseguram o bom funcionamento do projeto. Ademais, os credores na maioria das vezes não querem assumir as responsabilidades inerentes aos acionistas.

Mediante a ocorrência de qualquer evento de vencimento antecipado, nos termos dos contratos de crédito, os credores tem o direito de, diretamente ou por intermédio de representantes, exercer, com relação a todos as ações alienadas fiduciariamente, todos os direitos e poderes a si conferidos pela legislação vigente, promovendo sua execução judicial ou excussão extrajudicial, sem ordem de preferência, podendo vender ou fazer com que seja vendida, ceder, conferir opção ou opções de compra ou de outra forma alienar a totalidade ou qualquer parte das ações alienadas fiduciariamente através de

leilão público ou venda privada, sem prejuízo dos demais direitos conferidos pela legislação vigente.

Tendo em vista que os projetos geralmente estão sujeitos a concessões, é necessária também a autorização do respectivo Poder Concedente caso a excussão da garantia implique (i) transferência de controle; ou (ii) alteração de titularidade da autorização.

Por fim, é importante ressaltar que não é suficiente o instrumento de constituição de direitos sobre as ações celebrado entre as partes. Perante a companhia e terceiros, os direitos e ônus somente têm eficácia se averbados nos livros próprios de registro da companhia emissora. Isto porque, se não for efetuada a competente averbação, consideram-se as ações livres e desembaraçadas[61].

[61] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1.

4.3. Cessão Fiduciária de Direitos (Recebíveis)

A garantia outorgada sobre as receitas do empreendimento é a garantia mais importante no contexto do financiamento de projetos, uma vez que, como já mencionado anteriormente, as receitas constituem a fonte primária de satisfação do crédito dos financiadores.

Para assegurar o integral e pontual pagamento e/ou cumprimento de todas as obrigações contraídas no contrato de financiamento, a SPE cede e transfere, de forma irrevogável, irretratável, e em caráter fiduciário aos credores, a propriedade fiduciária, o domínio resolúvel e a posse direta e indireta, de acordo com o artigo 1.362 do Código Civil Brasileiro, do artigo 66-B da Lei n° 4.728/1965 e dos artigos 18 a 20 da Lei n° 9.514/1997, de todos os direitos creditórios de que são titulares decorrentes dos contratos por ela celebrados (tais como contratos de compra e venda, contratos de serviços, conforme o caso e o setor da SPE).

Não obstante, a cessão tem o inconveniente de se obrigar que se transfira de imediato o direito à cobrança e retenção do crédito ao credor fiduciário, e não somente na hipótese de inadimplemento do devedor fiduciante.

Trata-se de mecânica inconveniente ao financiamento de projetos, porque é do interesse do próprio financiador credor que o devedor continue arrecadando seus créditos, empregando-os na execução e continuidade do empreendimento, pelo menos até que se caracterize um inadimplemento, quando então, dependendo da gravidade desse evento, pode fazer sentido ao financiador exigir para si os pagamentos com vencimento a partir de então. Privar a sociedade do projeto dos créditos cedidos fiduciariamente em garantia desde a constituição desta significaria privar-lhe dos recursos necessários ao custeio dos gatos e despesas operacionais necessários ao desenvolvimento regular do empreendimento.

De qualquer forma, o artigo 66-B, parágrafo 3°, da Lei n° 4.728/1965 admite expressamente que as partes disponham em contrário quanto à posse direta do bem ou do crédito por parte do credor fiduciário, de forma a afastar referido inconveniente. Nesse sentido, os credores renunciam à sua faculdade de ter a posse direta sobre os documentos que comprovam os direitos cedidos e a SPE obriga-se como depositárias, na forma dos artigos 627 e seguintes do Código Civil, de todos os documentos, assumindo a responsabilidade sobre a sua guarda.

No entanto, para que seja eficaz a cessão fiduciária sobre as receitas do empreendimento é mister que os responsáveis pelos pagamentos cedidos sejam notificados acerca da constituição da cessão, manifestando sua ciência

Tal manifestação se dá geralmente por meio de um acordo direto entre o financiador e cada uma das contrapartes e/ou clientes da sociedade devedora. Entretanto, maiores dificuldades são apresentadas em projetos em que a exploradora do projeto aufere sua receita não de poucas contrapartes ou determinados clientes, mas de uma massa de usuários, como o caso de um projeto de distribuição de energia elétrica, em que são clientes todos os consumidores de certa região, ou ainda um projeto de exploração de rodovia, mediante a cobrança de pedágio dos usuários.

Motivo pelo qual outra garantia bastante comum e importante no contexto do financiamento de projetos é a cessão fiduciária de conta corrente, normalmente inserida em um contrato mais amplo, de administração de contas.

Esta garantia pode ser celebrada em substituição ou complementação à cessão fiduciária de recebíveis, em casos em que não seria possível notificar previamente todos os clientes da sociedade exploradora de determinado projeto de que os pagamentos devidos por estes estão cedidos, tendo em vista o grande número de clientes somado à natureza do empreendimento. Assim, é possível estruturar o processo de arrecadação de forma que todas as receitas sejam centralizadas a uma única ou poucas contas correntes e, com isso, o

financiador tem a segurança de que todas as receitas da sociedade transitarão por conta corrente monitorada.

Após a ocorrência de um evento de inadimplemento, os credores poderão promover a excussão da cessão fiduciária, os quais estarão autorizados, de forma irrevogável e irretratável, a instruir os devedores dos direitos cedidos, a depositar os recursos relativos aos direitos cedidos diretamente nas contas por eles indicadas, nos termos do inciso IV do artigo 19 da Lei nº 9.514/1997, para que sejam utilizados no pagamento das obrigações garantidas.

Havendo, após a execução da garantia saldo em aberto das obrigações no contrato de financiamento, a SPE permanecerá responsável por tal saldo até efetiva e total liquidação do mesmo. Por outro lado, havendo saldo credor, será ele devolvido à SPE.

Diante da natureza do *project finance*, é comum que, em complemento à cessão fiduciária dos recebíveis e sujeito à verificação de determinadas condições suspensivas, seja também cedida a posição contratual da cedente e a totalidade dos respectivos direitos com relação a cada um dos contratos do projeto.

Trata-se do *step-in right* que permite que os credores exerçam todos os direitos e obrigações das cedentes nos contratos cedidos, demandem o cumprimento de qualquer obrigação decorrente dos contratos cedidos pela respectiva contraparte de cada contrato cedido, e receber o pagamento de qualquer quantia devida nos termos dos contratos cedidos e aplicar os montantes assim recebidos para o cumprimento integral e pontual das obrigações garantidas.

Assim, em decorrência de um inadimplemento da cedente em qualquer dos contratos cedidos, os credores recebem os direitos decorrentes dos contratos cedidos em caráter temporário, exclusivamente para sanar qualquer

inadimplemento da cedente em relação ao contrato cedido, bem como exigir o cumprimento das obrigações das contrapartes.

Os requisitos formais aplicáveis tanto à cessão fiduciária quanto à cessão de crédito são os mesmos, mas não são apenas esses. De acordo com Ivo Waisberg:

> *"(…) assim como são garantidas ao cessionário definitive de um crédito, todas as medidas a que o redor originário teria legitimidade contra o devedor do crédito cedido, a partir do aperfeiçoamento da garantia, tais prerrogativas também são asseguradas ao beneficiário da cessão fiduciária, até a liquidação integral da dívida garantida*."[62]

É importante também que se faça o registro do documento de constituição da cessão perante o Cartório de Títulos e Documentos da sede da cedente.

---

[62] WAISBERG, Ivo e GORNATI, Gilberto. **Direito Bancário – Contratos e Operações Bancárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O financiamento de projetos é uma modalidade de geração de recursos criada em consequência da complexidade das operações econômicas atuais, que exigem não somente o padrão consagrado na tradição contratual, e sim, uma rede de contratos condizentes com a moderna realidade empresarial, cada vez mais pautada no dinamismo.

Conforme demonstrado ao longo deste trabalho monográfico, no *project finance*, sociedades empreendedoras e financiadores se juntam com objetivos de reunir recursos voltados à execução de empreendimentos que, por sua natureza, exigem uma alta quantia e detém características específicas que os diferenciam da vala comum.

No Brasil, o financiamento de projetos é uma realidade bem-sucedida. Desde o início dos anos 90, com os processos de privatização, são diversos os empreendimentos que se beneficiaram da estrutura complexa do *project finance* para ser viabilizados, na sua grande parte de altos valores envolvidos, nos setores portuário, elétrico, rodoviário, ferroviário e petrolífero, dentre outros. A realidade atual também incluem inúmeros projetos, principalmente aqueles ligados às obras da Copa do Mundo de 2014, das Olimpíadas de 2016 e relacionados ao pré-sal.

Como se disse antes, as garantias constituem um dos pilares do financiamento de projetos. É justamente a questão das garantias um dos pontos mais analisados e discutidos no início da estruturação de um *project finance*.

Nestes tipos de financiamentos, os credores sempre exigem um pacote de garantias incidente sobre os recebíveis do empreendimento, sobre todos os demais ativos e direitos vinculados ao projeto, a, ainda, sobre as ações ou quotas, conforme o caso, da sociedade detentora do empreendimento.

As garantias no contexto do *project finance*, ricas em variações e cláusulas atípicas, têm, primeiramente, a preocupação de preservar a sociedade devedora na posse de seus bens e no exercício regular de seus direitos, de tal modo a assegurar a continuidade do empreendimento e a sua constante geração de receitas, ainda que ocorra um inadimplemento considerado pequeno. Em um segundo momento, em caso de inadimplemento não saneável, as garantias buscam propiciar ao financiador flexibilidade quanto à sua execução, tendo por objetivo, via de regra, permitir que o empreendimento, seus bens e direitos sejam excutidos em bloco ou de forma a maximizar o seu valor, com obediência aos procedimentos normalmente adotados para a venda de grandes empresas, assegurando, em última instância, a continuidade do empreendimento nas mãos de um terceiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

ALVES, José Carlos Moreira. **Da Alienação Fiduciária em Garantia**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

ANTUNES DE CARVALHO, Ernesto. **Contratos bancários e a Nova Lei de Falências**, *in* FONTES, Fernando R. F.; WAISBERG, Ivo (coord.). **Contratos Bancários**. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

_____. **Cessão fiduciária de direitos e títulos de crédito (recebíveis)**, *in* Revista do Advogado n° 105 AASP, São Paulo, 2009.

ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. **A propriedade fiduciária e a recuperação de empresas**, *in* Revista do Advogado n° 105 AASP, São Paulo, 2009.

BEVILÁQUA, Clóvis. **Código civil dos Estados Unidos do Brasil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1960. v. 2.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Exame crítico do projeto da Lei de Falências – "Recuperação de empresas" ou "recuperação do crédito bancário"**, *in* Revista dos Tribunais n° 822, São Paulo, 2004.

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

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1.

CAVALLI, Sabina. **Project Finance e o princípio da relatividade dos contratos**, *in* Revista de Direito Empresarial IBMEC, v. 2. São Paulo, 2004.

CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

CHAVES, Antonio. **Tratado de Direito Civil – Obrigações**, 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

COELHO, Fábio Ulhôa. **A trava bancári**a, *in* Revista do Advogado nº 105 AASP: São Paulo, 2009.

_____. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**, 7. ed., São Paulo, Saraiva, 2010.

_____. **Curso de Direito Comercial – direito de empresa**, 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, v. 3.

DAVID, René. **Os Grandes Sistemas do Direito Contemporâneo**. Tradução de Hermínio A. Carvalho. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro: direito das coisas**. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 4.

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.

ERIS, Ibrahim. **Financiamentos dos projetos de PPP**, *in* TALAMINI, Eduardo, (coord.). **Parcerias público-privadas: um enfoque multidisciplinar**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

FERNANDES, Jean Carlos. **Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito – A Posição do Credor Fiduciário na Recuperação Judicial da Empresa**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.

FINNERTY, John D. **Project Finance: Engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 7 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FLETCHER. Phillip. **Lawyer's guide to international Project Finance**. Milbank, Tweed, Hadley & McCloy. Exemplar não divulgado com o autor.

GOMES, Orlando. **Alienação fiduciária em garantia**. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

_____. **Direitos Reais**. Obra atualizada por Luiz Edson Fachin, 19. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2007.

HOFFMAN, Scott L. **The law and business of international project finance: a resource for governments sponsors lenders lawyers and project participants**. London: Kluwer Law International, 1998.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles; FRANCO, Francisco Amaral de Mello. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

KATUDJIAN, Elias. **Pela (re)inclusão dos créditos excluídos da recuperação**, *in* Revista do Advogado nº 105 AASP, São Paulo, 2009.

KOMATSU, Luana Yoko Vieira. **A Cessão Fiduciária de Créditos como Garantia de Operações Bancárias Frente à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Insper, 2012.

LAMEGO, Nelson Luiz Machado. **Recuperação de crédito: evitando a excussão judicial de garantias**, *in* Revista dos Tribunais nº 891, Ano 99, São Paulo, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Projeto de financiamento**, *in* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros (coord.). **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004. v. 2.

MATIAS, Armindo Saraiva. **Garantias Bancárias**, *in* Revista de Direito Mercantil. São Paulo: Malheiros Editores, Nova Série, ano 3, n. 107, jul-set 1997.

MARTINS, Carolina de O. **Project Finance na indústria do petróleo brasileira**, *in* ROSADO, Marilda (org.). **Estudos e pareceres: direito do petróleo e do gás**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

MELLO FRANCO, Vera Helena de; SZTAJN, Rachel. **Falência e Recuperação da Empresa em Crise – Comparação com as Posições do Direito Europeu**, Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

MIRANDA, Francisco Cavacanti Pontes de. **Tratado de direito privado – Vol. XX**. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971.

_____. **Tratado de Direito Privado – Tomo IV**. 4ª edição. Bookseller: São Paulo, 2000.

MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil – direito das coisas**. Obra revista e atualizada por Carlos Alberto Dabus Maluf. 37ª edição . São Paulo: Saraiva, 2003.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Cessão fiduciária de direitos de crédito e recuperação judicial de empresas**, *in* Revista do Advogado nº 105 AASP, São Paulo, 2009.

NEVITT, Peter K.; FABOZZI, Frank. **Project financing**. 6. ed. EUA: Euromoney Publications PLC, 1995.

NOGUEIRA, André Carvalho. **Propriedade fiduciária em garantia: o sistema dicotômico da propriedade no Brasil**, *in* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Volume 39. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

OTTO, Samira. **O credor fiduciário e a recuperação de empresas**, *in* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais nº 45, Ano 12, São Paulo, Revista dos Tribunais, julho-setembro, 2009.

RESTIFFE NETO, Paulo Sergio; RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Garantia fiduciária: direito e ações : manual teórico e prático com jurisprudência**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

_____. **Propriedade Fiduciária Imóvel**. São Paulo: Editora Malheiros, 2009.

RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos : Lei nº10.406, de 10.01.2002**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 5.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2005.

SEIXAS, Renato. **Project Finance em Negócios Imobiliários**, *in* AMORIM, José Roberto Neves; ELIAS FILHO, Rubens Carmo (coord.), **Direito Imobiliário: Questões Contemporâneas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SOUZA JR., Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**, 2. ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007.

STUBER, Walter Douglas. **O financiamento de projetos no Brasil e a lei de concessões**. São Paulo: Max Limonad, 1996.

SULLIVAN, Ronald F. **International Project Financing**. Juris Publishing, Inc.; 4th edition, 2004.

TOLEDO, Paulo F. Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**, 3. ed., São Paulo, Saraiva, 2009.

VELLUTINI, Roberto. **Estruturas de project finance em projetos privados: fundamentos e estudos de casos no setor elétrico do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil – Responsabilidade Civil**, 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. **Direito civil – Direitos Reais**, 7. ed., São Paulo, Atlas, 2007.

VINTER, Graham. **Project Finance: a legal guide.** 2. ed. London: Sweet & Maxwell, 1998.

WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito Bancário – Contratos e Operações Bancárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.