


PROJECT FINANCE: PRINCIPAIS ASPECTOS E VANTAGENS DESSE MODELO DE FINANCIAMENTO

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.1591125170312>

Data de submissão: 12/11/2025

Data de aceite: 26/11/2025

Juliane Albuquerque;

Mestre em Economia e Finanças pela
Fundação Getúlio Vargas (FGV/EPGE)
Rio de Janeiro – Rio de Janeiro
<http://lattes.cnpq.br/2053267462217391>

Virgilius de Albuquerque

Professor associado da Universidade do
Estado do Rio de Janeiro (UERJ)
Rio de Janeiro – Rio de Janeiro
<http://lattes.cnpq.br/3376347651949021>

RESUMO: O propósito deste trabalho consiste em apresentar e discorrer acerca das principais vantagens e elementos relativos à estruturação da modalidade financeira conhecida por *project finance*. Após sua conceituação, discorre-se sobre suas principais características, a complexidade envolvida na estruturação dessa modalidade de financiamento e as principais vantagens e desvantagens de seu empreendimento. A sua formatação segmenta o risco do projeto da corporação patrocinadora, possibilitando a obtenção de uma taxa de juros menor do que a usualmente obtida nos financiamentos corporativos tradicionais. Por outro lado,

a montagem dessa operação incorre em elevados custos de transação, envolvendo diversas partes interessadas e demandando a negociação de complexas condições, amparadas em cláusulas contratuais restritivas, conhecidas como *covenants*. Trata-se de uma modalidade financeira não muito conhecida nem utilizada, que apresenta grande atratividade para projetos de capital com previsibilidade e regularidade de fluxos de caixa, geralmente, observados em obras de infraestrutura, tais como, por exemplo, energia, transporte, logística e saneamento.

PALAVRAS-CHAVE: *covenants*, financiamento de infraestrutura, modalidade financeira, *project finance*, sociedade de propósito específico (SPE).

PROJECT FINANCE: MAIN ASPECTS AND ADVANTAGES OF THIS FINANCING MODEL

ABSTRACT: The purpose of this paper is to present and discuss the main advantages and elements related to the structuring of the financial modality known as *project finance*. After defining the concept, the discussion focuses on its key characteristics, the complexity involved in structuring this

type of financing, and the main advantages and disadvantages of its implementation. Its structure segregates the project's risk from that of the sponsoring corporation, allowing for the attainment of a lower interest rate compared to those usually obtained through traditional corporate financing. On the other hand, assembling such an operation entails high transaction costs, involving multiple stakeholders and requiring the negotiation of complex conditions supported by restrictive contractual clauses, known as *covenants*. This is a financial modality that is not yet widely known or used, but it presents strong appeal for capital-intensive projects with predictable and regular cash flows, typically found in infrastructure ventures such as energy, transportation, logistics, and sanitation.

KEYWORDS: covenants, infrastructure financing, financial modality, project finance, special purpose company (SPC).

INTRODUÇÃO

Obras de infraestrutura, empreendidas pela iniciativa privada, ou implementadas a partir da concessão de serviços públicos, tais como, por exemplo, extração de óleo e gás, saneamento urbano, transmissão de energia elétrica e rodovias demandam grande aporte de capital. O *project finance* é uma modalidade de financiamento alternativa ao financiamento corporativo tradicional. Nessa modalidade o risco e o retorno da operação, assim como o fluxo de caixa gerado são segmentados das empresas patrocinadoras originais.

Essa modalidade de financiamento, que demanda a montagem de uma estrutura de financiamento e operação, possibilita a identificação e avaliação dos diversos riscos envolvidos. O *project finance* viabiliza a minimização desses riscos, alocando-os a àqueles que possuírem mais condições de carregá-los (Stern School, 2016). Esse encapsulamento do projeto, que ocorre mediante a constituição de uma empresa isolada – o projeto é tratado como *off-balance sheet*, substantivado em uma nova corporação isolada jurídica e contabilmente; permite a construção de uma estrutura contratual de direitos, obrigações e garantias que possibilita a diminuição do risco envolvido no financiamento e na operação do empreendimento. Por conseguinte, os custos do financiamento tendem a ser inferiores aos contratos de financiamentos tradicionais.

Países com economia em desenvolvimento, como o Brasil, podem intensificar a utilização desse instrumento de engenharia financeira para alavancar os empreendimentos em infraestrutura. À guisa de ilustração, são apresentados alguns dados. Em 2018, as operações de *project finance* totalizaram cerca de R\$ 36 bilhões, apresentando um crescimento em torno de 20% em relação a 2017. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi responsável por aproximadamente 40% desses financiamentos. Somente no ano de 2023, foram realizadas mais de 70 operações financiadas por meio de *project finance*, em projetos de infraestrutura que totalizaram mais de R\$ 50 bilhões. Segundo o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o BNDES financiou cerca de 33% de todas as operações de *project finance* carreadas no

Brasil entre 2004 e 2021. O BNDES é o principal agente promovedor dessa modalidade de financiamento no país (ANBIMA, 2019; BID, 2022; VALOR ECONÔMICO, 2023).

Dado esse contexto, pretende-se abordar os principais aspectos, vantagens e desvantagens dessa modalidade de engenharia financeira. Entende-se que há um potencial crescente para sua utilização, desde que sejam compreendidos e empregados de forma mais contumaz nas operações de crédito mais vultosas, em geral verificadas em obras na área de infraestrutura. Com esse objetivo, destacam-se o arcabouço orgânico do *project finance*, abordando-se as principais partes interessadas envolvidas no projeto, bem como a estrutura das relações contratuais predominantes.

Desse modo, pretende-se difundir o conhecimento dessa modalidade de financiamento, evidenciando-se a sua complexidade e apresentando suas principais características, vantagens e desvantagens. Espera-se, assim, que este estudo contribua para maior socialização dessa ferramenta, que apresenta grande potencial para alavancar grandes investimentos de capital no país.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

O *project finance* é uma forma de engenharia financeira sustentada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, que possibilita a obtenção de financiamento para esse projeto ou ativo específico, no qual o pagamento da dívida é garantido pelas receitas líquidas futuras do projeto, bem como pelos ativos construídos ou adquiridos.

Essa modalidade de projeto estruturado tem sido muito utilizada no financiamento de projetos intensivos em capital em diversos países, nas áreas de infraestrutura (rodovias, portos, aeroportos, água, saneamento básico), industrial, energia elétrica, petróleo & gás, petroquímica, telecomunicações e lazer (estádios esportivos, parques temáticos, turismo).

No Brasil, a aplicação do *project finance* teve início na década de 1990 com os processos de privatização dos setores infraestrutura, a estabilidade proporcionada pelo Plano Real, e a escassez de recursos do setor público para investimentos em infraestrutura e em função da necessidade do cumprimento de metas de superávit primário pelo governo federal. Os empreendimentos financiados por esse modelo se concentraram nas áreas de energia elétrica (usinas de Jirau, e Santo Antonio), extração/transporte de óleo e gás (plataformas, gasodutos, desenvolvimento de campos), etanol (usinas, alcoolduto), construção civil, fabricação de papel e celulose e pequenas centrais hidrelétricas (PCH).

Essa modelagem financeira caracteriza-se pela formação de um sistema complexo de parceria que, por meio de um projeto estruturado, prevê o maior comprometimento das partes envolvidas para a realização da receita pretendida, e cujo processo de avaliação, estruturação e concessão dos recursos está calcado, primordialmente, na capacidade financeira do projeto. Desse modo, os financiadores ou credores veem o fluxo de caixa

e/ou ativos do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre o capital investido no projeto.

É uma modalidade específica de financiamento de projeto, dentre uma gama de alternativas disponíveis, como a utilização de recursos próprios, empréstimos corporativos diretos, emissão de títulos com garantias corporativas ou instrumentos mais elaborados como a securitização de recebíveis.

Se uma empresa decida utilizar o financiamento corporativo tradicional, os empréstimos contraídos somar-se-ão às demais obrigações da empresa, afetando sua capacidade de crédito. No caso de fracasso do projeto, a empresa patrocinadora utilizará seus recursos disponíveis para arcar com as obrigações assumidas. No caso de *default* ou falência da empresa, os novos credores irão concorrer com os antigos para a alienação de seus estoques, prédios, caixa, etc., na tentativa de recuperação do crédito concedido. Pelo sistema tradicional, o apoio financeiro a empreendimentos, além de garantias reais (hipoteca, aval, caução de ações, fiança, aval, carta de crédito etc.), pode envolver o compromisso dos controladores, por vezes, extensivo às pessoas físicas e seus familiares.

Se a decisão da empresa patrocinadora for financiar o projeto por meio de uma estrutura de *project finance*, as obrigações assumidas no financiamento e os ativos do projeto ficarão, em tese, adstritos ao balanço de uma sociedade com personalidade jurídica distinta da dos sócios criada para esse fim. Na hipótese de fracasso do projeto, o balanço da empresa patrocinadora ficará preservado e os financiadores terão apenas os ativos da empresa recém-criada para recuperar suas dívidas. No caso de *default* ou falência da empresa, os credores terão à sua disposição apenas os ativos e as garantias constituídas na estruturação do projeto. O patrimônio dos acionistas e/ou dos patrocinadores do empreendimento não serão alcançados, nessas circunstâncias.

A principal característica que distingue o *project finance* de outras modalidades de financiamento é a concessão de crédito a uma entidade jurídica segregada. Nesse sentido, essa estruturação financeira deve gerar a criação de uma unidade econômica independente, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE, ou na terminologia em inglês, Special Purpose Company – SPC), que pode envolver uma ou mais empresas patrocinadoras. A SPC é uma empresa criada especificamente para viabilizar o financiamento de um *project finance*, sendo utilizada para segregar os ativos e obrigações do projeto. Consequentemente, a percepção de risco e o fluxo de caixa da SPC é segregado do risco e dos fluxos de caixa das corporações patrocinadoras (CORIELLI *et al.*, 2010; ESTY, 2003).

A SPC assim constituída, com personalidade jurídica própria e objeto social específico para atender aos objetivos do projeto, concentra os riscos do negócio e vai ao mercado captar os recursos necessários para a construção das instalações, endividando-se e assumindo a responsabilidade de repagar os investidores. Sua estrutura societária, em geral, assume a forma de uma sociedade anônima (S.A.) ou de uma sociedade limitada (Ltda.).

As empresas tradicionais estão continuamente se financiando e investindo, essas interações dificultam o exame das decisões ideais de estrutura de capital corporativas. Contudo, uma empresa constituída sob a forma de *project finance* decide sua estrutura de capital ótima *ex-ante* ao financiamento de um único projeto. Com poucas opções de crescimento disponíveis, o principal problema na determinação da estrutura de capital consiste na distribuição, e não no reinvestimento dos fluxos de caixa.

Portanto, a SPC é constituída com personalidade jurídica própria e objeto social específico para atender aos objetivos do projeto. Essa empresa concentra todos os riscos do negócio e vai ao mercado captar os recursos necessários para a construção das instalações, endividando-se e assumindo a responsabilidade de saldar a dívida junto aos investidores. Disposições legais e contratuais – genericamente, conhecidas por *covenants*, impõem limites às operações da SPC, que tem vida limitada (BYOUN *et al.*, 2013). Ao final do empreendimento, ela é extinta ou incorporada pelos patrocinadores, ou empresas por ele indicadas, que recebem os ativos constituídos.

Uma vez que o *project finance* é estruturado de forma a alocar os riscos e os retornos financeiros com maior eficiência do que aquela obtida por meio do financiamento corporativo tradicional, o compartilhamento desses riscos também reduz a exposição dos patrocinadores/acionistas à sua participação no projeto, proporcionando uma maior alavancagem financeira relativamente ao financiamento corporativo.

Além desse benefício, a definição de uma taxa de desconto do fluxo de caixa a partir do custo de capital de uma empresa para um projeto financiado somente por capital próprio, possibilita uma definição mais precisa e pertinente do risco percebido pelos investidores, podendo levar a um decréscimo da taxa de desconto. Enquanto o financiamento corporativo tradicional tem o crédito como pilar de análise, o *project finance* contempla, não somente o crédito, mas, também, de todos os riscos envolvidos no processo (BORGES, 1998).

Após a análise econômica do empreendimento, há algumas formas de financiá-lo, tais como: utilizando o caixa da própria firma, emitindo novas ações ou através de empréstimos externos, como, por exemplo, emitindo títulos da dívida.

O modelo de financiamento é definido como: “captação de fundos com recurso limitado ou sem recurso para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores dos fundos olham principalmente para o fluxo de caixa do projeto como a fonte de fundos para pagar seus empréstimos e fornecer um retorno aceitável sobre o patrimônio líquido investido no projeto”. A maior parte dos projetos privados de infraestrutura são financiados combinando-se, em média, 70% de dívida e 30% de patrimônio (WALTER, 2016).

Caso a firma opte por obter financiamento corporativo tradicional, os empréstimos contraídos serão agregados às demais obrigações da empresa, afetando sua capacidade de crédito. No caso de fracasso do projeto, a companhia patrocinadora utilizará seus recursos disponíveis para arcar com as obrigações assumidas. No caso de default ou

falência da empresa, os novos credores irão concorrer com os antigos e estes terão toda a empresa para tentar recuperar a dívida. Pelo sistema tradicional, o apoio financeiro a empreendimentos, além de garantias reais envolve o compromisso dos controladores.

Se a decisão da empresa patrocinadora for financiar o projeto por meio de uma estrutura de *project finance*, as obrigações assumidas no financiamento e os ativos do projeto ficarão restritos ao balanço de uma sociedade com personalidade jurídica distinta da criada para esse fim. Na hipótese de fracasso do projeto, o balanço da empresa patrocinadora ficará preservado e os financiadores terão apenas os ativos da firma recém-criada para recuperar suas dívidas. Em situação de falência, os credores terão à sua disposição apenas os ativos e as garantias constituídas na estruturação do projeto. O patrimônio dos acionistas e/ou dos patrocinadores do empreendimento não serão alcançados, nessas circunstâncias.

Se o *project finance* é puro ou *non-recourse*, é dispensada a utilização de garantias reais, como geralmente ocorre em financiamentos corporativos. Nesse caso, o pagamento dos financiamentos é baseado unicamente nos recursos gerados pelo projeto, ou seja, é suportado pelo fluxo de caixa do projeto, tendo como garantia os ativos e os recebíveis do empreendimento.

Por sua vez, o *project finance* é denominado *limited recourse* quando é suportado por um mix de garantias, formado pelos recursos gerados pelo empreendimento e por outras convencionais, como: caução de ações, hipoteca, penhor de recebíveis etc., que permanecem válidas durante todo o período de financiamento. Já, quando os credores contam, além dos recursos gerados pelo empreendimento, com garantias convencionais que cobrem a totalidade das obrigações do tomador de recursos, o *project finance* é denominado *full recourse*. A estrutura *non-recourse* é muito pouco comum, enquanto a *limited recourse* é a mais utilizada em operações no Brasil. O BNDES utiliza esta última estrutura.

Outra característica dessa estrutura é a rede de contratos não financeiros (contratos que geram entradas ou saídas de caixa afetando os fluxos de caixa livres não alavancados da SPC). A diretoria constituída para a SPC administra e coordena esta rede de contratos com terceiros (envolvendo também empresas patrocinadoras). Esses financiadores negociam os contratos em uma cadeia vertical. O “pacote contratual” é apresentado aos credores para que busquem recursos para financiar a dívida no empréstimo sindicalizado ou no mercado de títulos, servindo de base para a negociação da quantidade e do custo dos recursos externos (CORIELLI *et al*, 2010).

Um ponto relevante na estruturação de um *project finance* é a análise dos diferentes riscos envolvidos, tais como: construção, operação, suprimento, infraestrutura existente, produção, aspectos macroeconômicos (*e.g.*, inflação, taxa de juros, taxa de câmbio), político e regulador, caso fortuito e força maior. O *project finance* busca minimizar esses riscos, alocando-os a quem tiver melhores condições de os controlar e gerenciar. O intuito é

que cada tipo de risco seja tomado por quem tenha mais capacidade de dirimir seu impacto e que possa gerar uma cobrança de prêmio de risco (*spread*) menor.

Os recursos necessários para financiar o projeto são segmentados entre os diversos stakeholders, e não apenas pelos investidores. Cada parte interessada escolhe a parcela de risco que lhe é mais afeta, recebendo um retorno proporcional. Logo, ele não tem de aceitar o risco de todo empreendimento, mas apenas a parcela que ele conhece e sabe dimensionar. As garantias são pautadas, basicamente, no fluxo de caixa do projeto, e não mais nos ativos dos investidores (SIFFERT F. *et al.*, 2009). O *project finance* é estruturado de forma a alocar os riscos e os retornos financeiros com maior eficiência do que aquela obtida por meio do financiamento corporativo tradicional. Além disso, o compartilhamento dos riscos também reduz a exposição dos patrocinadores/acionistas à sua participação no projeto, proporcionando uma maior alavancagem financeira (participação em vários projetos simultaneamente) relativamente ao financiamento corporativo.

Haja vista que o produto *project finance* é uma modalidade de engenharia financeira em que a garantia está lastreada não apenas nos ativos do projeto, mas, também, nos valores recebíveis no futuro, as solicitações de apoio financeiro que compreendem esse produto devem atender aos pré-requisitos indicados: o beneficiário deve ser uma sociedade por ações de propósito específico, constituída para segregar os fluxos de caixa, patrimônio, e riscos do projeto, e encarregada de implementar o projeto financiado; os fluxos de caixa esperados do projeto devem ser suficientes para saldar os financiamentos; as receitas futuras do projeto devem ser estáveis e vinculadas, ou cedidas, em favor dos financiadores; e o índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD) – expresso pela relação entre geração de caixa (EBITDA) e o serviço da dívida – projetado para cada ano da fase operacional do projeto deverá, em geral, ser igual ou maior que 1,3, podendo assumir valores menores, como, por exemplo ICSD igual a 1,2, caso o projeto demonstre ser bastante viável (BNDES, 2025).

Enfim, os projetos financiados na modalidade *project finance* devem apresentar as seguintes características:

- constituição de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), ou seja, um investimento econômico separado;
- boa previsibilidade do fluxo de caixa, com bons resultados econômicos analisados com base na taxa interna de retorno – TIR e no valor presente líquido – VPL, como no caso dos setores com características de monopólio natural, reduzindo assim o risco mercadológico do serviço ou produto ofertado (demanda quase sempre garantida com preços com baixa volatilidade);
- possibilidade de o empreendimento criar valor não só para os patrocinadores/acionistas, mas também para todos os participantes;
- porte elevado de investimento, exigindo um alto grau de alavancagem por parte dos acionistas, caso fosse financiado através de financiamento corporativo;

- riscos claramente conhecidos e mensuráveis;
- segregação e alocação de riscos entre os participantes (compartilhamento dos riscos) de modo que a remuneração do empreendimento atenda satisfatoriamente a todos os interessados;
- possibilidade de os credores e/ou partes interessados, a partir das cláusulas de *covenants*, assumirem medidas efetivas para assunção da execução ou operação do projeto em caso de necessidade.

A estruturação de um *project finance* é um processo complexo. Frequentemente, são contratados consultores financeiros para participar da implantação da estrutura, contatar potenciais investidores, elaborar o modelo econômico-financeiro do projeto e assessorar com a documentação. É um processo que, além dos consultores financeiros, envolve variados profissionais (engenheiros, advogados especializados, economistas, contadores, auditores, despachantes, etc.) e diversas etapas, como: contratações, registro da empresa em várias instituições como a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, registros em cartórios, publicações legais, obtenção de *rating* (opinião independente sobre a qualidade de crédito do projeto e da empresa patrocinadora) emissão de relatórios e divulgação em periódicos, *road-shows* (apresentações para o mercado financeiro) junto aos potenciais investidores, processo de *bookbuilding* e liquidação de títulos.

A montagem e a implementação de um *project finance* exige um amplo trabalho de coordenação das equipes participantes, dada a complexidade da maioria dos empreendimentos e a heterogeneidade dos objetivos das partes envolvidas. O planejamento deve ser preciso e rigoroso, condição básica para viabilizar esse tipo de projeto estruturado.

ESTRUTURA DO *PROJECT FINANCE* E PARTES INTERESSADAS

Estrutura

A figura abaixo ilustra o arcabouço básico de um *project finance*

A estrutura básica desse instrumento apresenta a SPE no centro circundada pelos seguintes agentes: poder concedente; patrocinadores/controladores/acionistas (*sponsors*); compradores (*offtakers*); financiadores; operadores (*operators*); banco líder (*lead arranger*); fornecedores (*suppliers*); construtores (EPC *constructors*); seguradoras (*insurance companies*); assessor financeiro (*financial advisor*); engenheiro independente (*independent engineer*); agente fiduciário (*trustee*) e a assessoria jurídica (*legal advisors*).

A duração da estrutura é geralmente limitada ao prazo de pagamento do financiamento, quando então o sistema de garantias montada deixa de existir.



Figura 1: Estrutura de um *project finance*

Fonte: Borges (2011).

Partes interessadas

A definição e a relação entre os participantes do *project finance* é refletida no conjunto de contratos, onde estão definidos as obrigações e os deveres de cada parte interessada. De um modo geral, os principais membros estão sintetizados adiante:

I) Patrocinador/controlador/acionista (*sponsor*): é o participante com maior interesse na realização do empreendimento. Em geral, o projeto a ser financiado pertence à sua carteira de investimentos, portanto ele deve possuir capacidade técnica e experiência na área de negócio relacionada ao projeto. É importante que sua reputação no segmento em que atua seja bem ranqueada pelas agências de *rating*. A necessidade de aportes de capital, equipamentos ou garantias pelo patrocinador, nos financiamentos concedidos pelo BNDES, é comum, na medida em que ele deve garantir a viabilização e o sucesso do projeto por meio do seu comprometimento.

II) Financiadores: são os agentes econômicos que irão disponibilizar a parcela dos recursos necessários à implementação do empreendimento. Têm papel de garantir que os recursos aportados no projeto sejam pagos, com a menor exposição ao risco possível. Para tanto, vai procurar criar uma estrutura contratual que minimize a sua exposição ao risco, exigindo dos outros agentes contratos que garantam uma estrutura de risco favorável às suas expectativas de retorno. Os principais financiadores são bancos privados, bancos de desenvolvimento, agências bilaterais e multilaterais, agências de crédito à exportação (ECA), fundos de pensão, fundos de investimento, dentre outros.

III) Estruturador (*arranger*): uma vez negociada a estrutura do financiamento e seus contratos, o Estruturador fica responsável pela divulgação do projeto para as instituições financeiras interessadas em financiá-lo. Normalmente é um dos bancos envolvidos no financiamento e possui a missão de estruturar o financiamento, sendo responsável pelos termos do empréstimo e pela documentação.

IV) Agente Fiduciário (*trustee*): é o agente responsável pela administração do fluxo de caixa, realização dos pagamentos e o controle sob o recebimento de receitas do projeto.

V) Construtores (EPC *constructions*): são responsáveis pela construção dos ativos do projeto. O construtor é peça chave em um *project finance*. A escolha de um construtor capaz de realizar o projeto dentro do orçamento e no prazo determinado é fundamental. Como as receitas do projeto dependem unicamente do ativo que está sendo construído, um eventual atraso ou aumento de custo do projeto poderá comprometer o seu fluxo de caixa, reduzindo o lucro projetado para as outras partes interessadas, ou mesmo resultar na execução de alguma garantia. Um dos maiores riscos de um *project finance* relaciona-se com as atividades de construção dos ativos (*risco de completion*). Portanto, é recomendável que a celebração de contratos de construção com empresas EPC (*Engineering, Procurement and Construction*), na modalidade de entrega fechada e preço fechado, empreitada global (*lump sum, turnkey*), seja realizada com construtores de comprovada eficiência e capacidade no setor de atuação, o que normalmente ocorre nos financiamentos concedidos pelo BNDES na forma de *project finance*.

VI) Consultor Financeiro (*financial advisor*) é o assessor financeiro independente cujo papel é instruir os acionistas quanto aos riscos envolvidos e quais seriam os instrumentos e as fontes de financiamento que poderiam mitigá-los. Geralmente, é uma instituição financeira com experiência e capacidade técnica em estruturas financeiras, familiaridade com as opções de captação disponíveis no mercado e de reconhecida reputação internacional.

VII) Seguradoras e resseguradoras: são agentes mitigadores de risco na estrutura do *project finance*. Como uma das bases do *project finance* é a alocação dos riscos, as entidades seguradoras desempenham papel importante na sua estruturação financeira. A forma mais comum de seguro exigida pelos financiadores é o seguro-garantia, que pode ser definido como um contrato acessório com o objetivo de garantir a execução do projeto. Os seguros podem cobrir desde os ativos do projeto, o que é usual, até interferências de países hospedeiros do empreendimento, como o seguro de risco político (*Political Risk Insurance* – PRI). Os sinistros de pequena probabilidade, mas de grande consequência para o projeto, como os casos de força maior, têm parte da responsabilidade coberta por resseguradoras.

VIII) Consultores Jurídicos: são umas das figuras mais importantes na fase de análise e preparação do financiamento, devido à complexa estrutura contratual. A multiplicidade de partes e interesses que compõem um *project finance* exige um arranjo jurídico complexo,

com a contratação de consultores jurídicos com experiência nas diversas áreas. Eles terão participação decisiva na estruturação do projeto, no processo de negociação e na fase de contratação do financiamento do projeto. Negociadas as condições contratuais, elas irão refletir os compromissos assumidos por cada parte e a forma como irão se relacionar ao longo do período de vida do projeto.

IX) Poder Concedente: normalmente são os órgãos reguladores do país hospedeiro do *project finance*, que concederão as autorizações necessárias para a implementação do projeto e seu funcionamento. Uma das maiores preocupações dos financiadores é a interferência do governo no cumprimento das obrigações contratuais assumidas, principalmente na capacidade de o projeto realizar os seus pagamentos.

Arcabouço contratual

São várias as garantias e obrigações que envolvem um empreendimento suportado por uma por um *project finance*. Normalmente, essa engenharia financeira cerca-se de um detalhado pacote de garantias e contratos, havendo um acompanhamento rígido dos valores desembolsados, por meio de inspeções ou relatórios, e maior grau de interferência por parte dos investidores. Também podem ser necessárias garantias adicionais como seguros, depósitos em contas garantidas, contratos de fornecimento de matéria-prima ou de compra dos produtos ou serviços a serem gerados no futuro (contratos *offtake*).

A estrutura contratual é fundamental para o sucesso da operação, definindo os parâmetros e avaliando o conjunto de circunstâncias que possam afetar a estabilidade das receitas futuras, condição essencial na determinação da capacidade creditícia do projeto. É por meio dos contratos que os riscos serão alocados, substituindo desta forma algumas das garantias usuais pelas garantias de performances muito utilizadas nesse tipo de colaboração financeira. Por esse motivo, os contratos são baseados em extensa análise e quantificação dos riscos envolvidos. A ideia básica é tentar prever possíveis variações no fluxo de caixa do projeto, para minimizar os riscos por meio de obrigações contratuais.

Pela natureza da operação, que busca a mitigar os riscos do processo e oferecer garantias em contrapartida à liberação de recursos, a estruturação de um *project finance* envolve, em geral, a elaboração de contratos entre participantes que se relacionam com interesses, riscos e expectativas de retorno para o empreendimento diversos. Harmonizar essa diversidade de interesses envolve consultores, técnicos, *advisers* financeiros, muitos advogados e vários contratos para viabilizar o empreendimento.

Assim, a técnica requer um arranjo contratual complexo e oneroso (pelos estudos e pareceres exigidos pelas partes), além de prazos longos para a sua elaboração. Adicionalmente, esses arranjos necessitam de um ambiente onde os contratos sejam instrumentos confiáveis e exequíveis, pois neles baseiam-se todas as garantias e divisão de riscos e responsabilidades. Quanto mais complexa a estrutura mais cara ela será,

com custos mais elevados. Normalmente, as obrigações contratuais são detalhadas e exaustivamente discutidas entre as partes, com discussões que tendem a ser longas e pormenorizadas. Destaque-se ainda que cada processo de *project finance* é único, gerando diferentes relações jurídicas entre as partes refletidas nos contratos.

A proteção contratual dos credores, em particular, é constituída pela inclusão de cláusulas contratuais impositivas de obrigações de fazer ou restritivas à liberdade de gestão (*covenants*) e pela constituição de garantias reais e pessoais. A estrutura contratual típica em uma operação de *project finance* é apresentada a seguir.

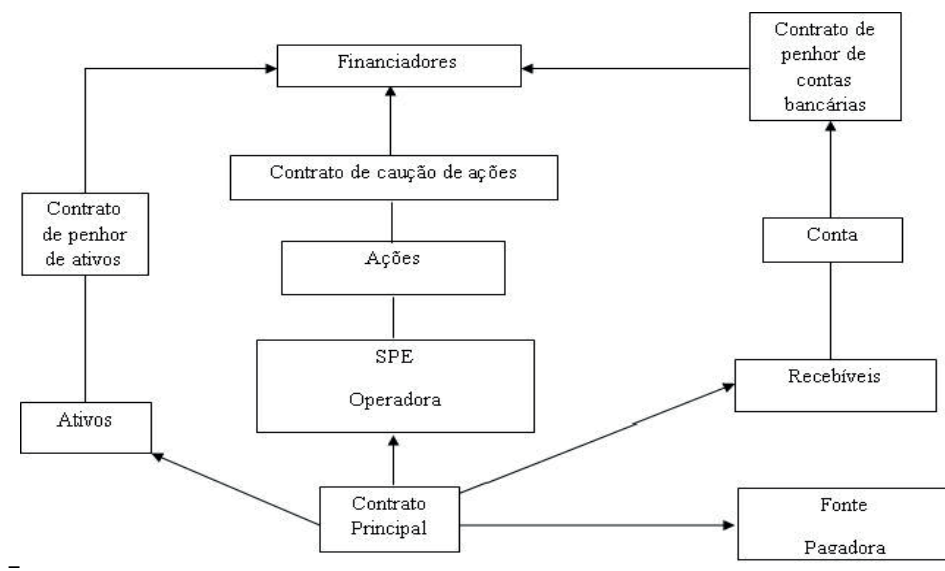


Figura 2: Estrutura contratual usual de um *project finance*

Fonte: Nevitt e Fabozzi (2000)

Segundo Bonomi e Malvessi (2008), os principais contratos celebrados nas operações de *project finance* são os seguintes:

I) Contrato de financiamento (*loan agreement*) – determina: as quantias a serem emprestadas, as condições de pagamento, as condições precedentes, ou seja, os atos que deverão ser cumpridos pelo tomador dos recursos para que ele possa solicitar os desembolsos dos recursos; as obrigações de fazer e não fazer (*affirmative e negative covenants*); e os eventos de inadimplemento (*events of default*), que, caso ocorram, garantirão ao credor o direito de determinar o vencimento antecipado do contrato;

II) Contrato de caução de ações (*share pledge agreement*) – regula, em favor dos credores, a caução das ações da sociedade responsável pela exploração do projeto financiado por seus acionistas;

III) Contrato de retenção de ações (*share retention agreement*) – determina a obrigação de manutenção da propriedade das ações da companhia responsável pela

exploração do projeto financiado por período costumeiramente igual ao prazo do contrato de empréstimo;

IV) Contrato de suporte financeiro dos acionistas (*sponsors support agreement*) – estabelece condições em que acionistas da sociedade responsável pela exploração do projeto financiado, ou, em alguns casos, sociedades do grupo econômico dos acionistas, devam prover a sociedade com os recursos necessários ao cumprimento de suas obrigações relacionadas ao contrato de empréstimo, ao contrato de concessão, se for o caso, ou, ainda, custos que excedam o orçamento do empreendimento (*cost overrun*);

V) Contrato de cessão de direitos de concessão (*concession rights assignment agreement*) – determina, de forma geral, a cessão aos credores dos direitos relacionados ao contrato de concessão;

VI) Contrato de cessão de direitos relacionados a seguros (*insurance assignment agreement*) – determina que toda e qualquer indenização, obtida em virtude da ocorrência de sinistros cobertos por seguro contratado pela sociedade responsável pela exploração do empreendimento, deverá ser depositada nas contas bancárias do empreendimento, ou cedida diretamente aos credores;

VII) Contrato de penhor de contas bancárias (*escrow account agreement*) – regula o penhor dos recursos depositados nas contas correntes relacionadas ao empreendimento;

VIII) Contrato de termos comuns do financiamento (*common terms agreement*) – define os principais termos mencionados no contrato do empreendimento, podendo também apresentar as obrigações de fazer e de não fazer do tomador de recursos e os eventos de inadimplemento; e

IX) Contrato entre credores (*inter creditor agreement*) – regula as relações entre credores no que diz respeito à partilha de garantias, atos perante o tomador de recursos, entre outras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os financiamentos por intermédio de *project finance* não ocorrem, exclusivamente, para projetos *greenfield*, podendo abarcar, também, projetos *brownfield* (e.g. expansão da capacidade produtiva), que minimizam o risco pré-operacional *vis-à-vis* os projetos incipientes. Além disso, projetos de maior risco, devido às incertezas de seu fluxo de caixa, podem ser viabilizados a partir de empréstimos-ponte (*bridge loan*) corporativos. Quando as receitas e o fluxo de caixa do empreendimento estiverem estabilizados o financiamento poderá ser ajustado para a arquitetura de *project finance* (*non-recourse loan*).

Os principais obstáculos nesse mecanismo de investimento podem ser atribuídos à maior complexidade dos instrumentos jurídicos e, em decorrência custos de transação elevados. Há, também, maior necessidade de acompanhamento da implantação e da operação do empreendimento. Em particular, na fase pré-operacional, há maior incerteza

decorrente de eventuais atrasos que retardem a geração de fluxo de caixa, tais como, por exemplo, risco político decorrentes de mudanças regulatórias e exigências ambientais adicionais.

A concepção dessa modalidade de engenharia financeira ao segregar o risco corporativo do risco do empreendimento, bem como assegurar a liquidação do financiamento concedido por intermédio da cessão fiduciária dos direitos creditórios (*non-recourse loan*), diminui, conseqüentemente, o risco de crédito do empreendimento. Além garantias imanentes dessa modalidade, os agentes financeiros podem demandar garantias corporativas (*recourse loan*) dos patrocinadores do projeto, mitigando, ainda mais, eventuais riscos de crédito.

Por outro lado, esse modelo complexo de financiamento ocasiona vantagens para as partes envolvidas, como, exemplificadamente, a possibilidade de formação de um *portfolio* de garantias abrangendo instrumentos tradicionais de garantias reais e contratuais e, por outro lado, a geração de caixa do projeto, assegurada pelo *compliance* jurídico da sociedade constituída, devidamente ancorado em *covenants* contratuais. Em decorrência, conforme discorrido acima, o *spread* de risco tende a ser menor. Esse arcabouço gera, também, menor risco de inadimplência financeira, possibilitando maior alavancagem financeira por parte de seus acionistas.

Por um lado, a conjugação da garantia de crédito decorrente do caixa gerado pelo empreendimento, o que reduz o risco de crédito do projeto (*spread* de risco), com a maior capacidade de alavancagem financeira, possibilita a tomada de recursos a taxas de juros mais baixas. Contudo, por outro lado, esse efeito positivo pode ser neutralizado com os custos de transação mais elevados provenientes da adoção desse mecanismo. Por conseguinte, cria-se um *tradeoff* entre o financiamento corporativo tradicional, com menores custos de transação, e o *project finance*, que gera uma taxa de desconto do empreendimento inferior, em contrapartida às múltiplas interfaces e à complexidade dos instrumentos jurídicos que compõem a estrutura dessa modalidade de financiamento.

A constituição de uma sociedade de propósito específico, em geral, sob a forma de uma sociedade anônima, em conjunto com uma *conditio sine qua non* do *project finance*, qual seja, a previsibilidade e regularidade de geração de caixa, propicia a participação societária de investidores institucionais, *e.g.*, seguradoras e fundos de pensão, interessados em um fluxo regular de caixa para fazer frente as suas obrigações.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. *Participação relativa do BNDES no financiamento de project finance cai para 41%*. Boletim de Financiamento de Projetos, jul. 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-financiamento-de-projetos/participacao-relativa-do-bndes-no-financiamento-de-project-finance-cai-para-41.htm. Acesso em: 3 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). *BNDES Project Finance – Financiamento a um projeto, suportado contratualmente pelo fluxo de caixa do mesmo e tendo como garantias seus ativos e recebíveis*. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-project-finance>. Acesso em: 3 nov. 2025.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO (BID). *Financiamento sustentável da infraestrutura econômica e social na América Latina e no Caribe*. Washington, D.C.: BID, 2022. Disponível em: <https://publications.iadb.org/publications/portuguese/document/Financiamento-sustentavel-da-infraestrutura-economica-e-social-na-America-Latina-e-no-Caribe.pdf>. Acesso em: 3 nov. 2025.

BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESSI, Oscar. *Project Finance no Brasil: Fundamentos e Estudos de Casos*. São Paulo: Atlas, 2008.

BORGES, L. *Project Finance e Infraestrutura: Descrição e Críticas*. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro: BNDES, v. 5, n. 9, junho, p. 105-122, 1998.

_____. L. **Project Finance: Financiamento com Foco em Projetos**. São Paulo: Atlas, 2011.

BYOUN, Soku. How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets? **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 3069-3096, 2008.

CORIELLI, Francesco; GATTI, Stefano; STEFFANONI, Alessandro. Risk Shifting through Nonfinancial Contracts: Effects on Loan Spreads and Capital Structure of Project Finance Deals. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 42, n. 7, p. 1295-1320, 2010.

ESTY, Benjamin. **The Economic Motivations for Using Project Finance**. Harvard Business School, mimeo, 2003.

NEVITT, Peter K.; FABOZZI, Frank J. *Project Financing*. 7. ed. London: Euromoney Books, 2000.

SIFFERT F., N; ALONSO, L.; CHAGAS, E.; SZUSTER, F.; SUSSEKIND, C. **BNDES Setorial**. Papel do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de *Project Finance*, Rio de Janeiro: BNDES, n. 29, março, p. 3-36, 2009.

STERN SCHOOL OF BUSINESS. New York University – SSB e NYU. **The Infrastructure Finance Challenge**, Cambridge/UK: Open Book Publishers, v. 3, 1st ed., 2016.

VALOR ECONÔMICO. *Agenda de financiamento deve vir recheada*. Revista Infraestrutura e Logística. São Paulo, set. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/publicacoes/especiais/revista-infraestrutura-e-logistica/noticia/2023/09/29/agenda-de-financiamento-deve-ir-recheada.ghtml>. Acesso em: 4 nov. 2025.

WALTER, Ingo. Chapter Title: Infrastructure Finance. Open Book Publishers, 2016.