

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**A NOVA REGULAÇÃO BANCÁRIA E OS SEUS EFEITOS NO
*PROJECT FINANCE***

Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, com vista à obtenção do grau de Mestre por Micaela Sofia Moreira de Jesus, sob a orientação do Professor Francisco Barona.

Mestrado em Direito Empresarial
Lisboa,
29 de Maio de 2015

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO
Escola de Lisboa

**A NOVA REGULAÇÃO BANCÁRIA E OS SEUS
EFEITOS NO *PROJECT FINANCE***

Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, com vista à obtenção do grau de Mestre por Micaela Sofia Moreira de Jesus, sob a orientação do Professor Francisco Barona.

Mestrado em Direito Empresarial
Lisboa,
29 de Maio de 2015

SUMÁRIO:

A crise financeira de 2007/2008 trouxe à epifania as vulnerabilidades do sistema internacional financeiro. Os mecanismos de resposta à crise, mais do que soluções conjunturais, assumiram um carácter verdadeiramente estrutural, o que teve por efeito uma alteração radical do respetivo quadro regulatório. Desta mudança de paradigma, cuja pedra angular foi sem dúvida o corpo de injunções saído de Basileia III, resultou que as regras disciplinadoras da atividade bancária ficaram mais rigorosas e, por consequência, o acesso ao crédito, especialmente o de longo prazo, mais dificultado, ao que se soma um controlo mais apertado em matéria de exposição dos bancos ao risco. Ora, tudo isto é apto a afetar substancialmente o *Project Finance*, pois estamos a falar de um modelo de investimento que se alicerça em créditos de longo prazo, de grande envergadura, incerteza e risco. Nestes termos, a presente tese tem por objeto, precisamente, uma abordagem ao futuro do *Project Finance* no contexto das novas regras aplicáveis à atividade bancária. No que respeita ao objetivo, o presente trabalho pretende contribuir para o debate em torno das vias de superação das dificuldades advenientes daquelas alterações.

Palavras-chave: *Project Finance*; risco de crédito; riscos de *project finance*; crise financeira; regulação bancária; supervisão; acordos de Basileia; Basileia III; *project bonds*; *ECA's*; novo paradigma bancário.

Os meus especiais agradecimentos,
À mãe e ao pai, pelo apoio, confiança e incentivo,
Ao meu orientador, professor Francisco Barona, por ter integrado este projeto,
Aos amigos e colegas, pela amizade e motivação.

Índice:

Sumário.....	1
Agradecimentos.....	2
I – Introdução.....	5
1 – Apresentação.....	5
2 – Metodologia e plano de exposição.....	6
II – Descrição do <i>Project Finance</i>	7
1 – Noção.....	7
1.1. – A orgânica do <i>Project Finance</i>	8
1.1.1 – SPV (<i>Special Purpose Vehicle</i>).....	8
1.1.2 – Os promotores.....	9
1.1.3 – Os investidores.....	10
1.1.4 – Entidades financiadoras.....	10
1.1.5 – Sujeitos Laterais e Estado.....	11
1.2 – Conclusões sobre o desenho contratual.....	11
III – Os riscos do Projeto.....	12
1 – Os riscos no <i>Project Finance</i>	12
2 – Os riscos mais comuns do <i>Project Finance</i>	14
2.1 – Riscos de execução, concretização e pós-execução.....	15
2.2 – Riscos relativos à (in)viabilidade económica dos países em desenvolvimento.....	15
2.3 – Riscos sociais.....	15
2.4 – Riscos políticos.....	16
2.5 – Riscos inerentes à clareza contratual e legal.....	17
2.6 – Riscos de mercado, comerciais, cambiais e financeiros.....	17
2.7 – Riscos de financiamento.....	18
3 – Formas de minimização do risco.....	18
3.1 – Ao nível das garantias contratuais.....	18
3.2 – Ao nível da análise das particularidades do projeto.....	19
IV – O futuro do <i>Project Finance</i> à luz do novo quadro regulatório bancário.....	20
1 – Introdução.....	20
2 – Uma análise aos desequilíbrios que determinaram a crise de 2007/2008.....	20
3 – As Recomendações do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS).....	22

4 – As implicações decorrentes dos Acordos de Basileia III.....	23
4.1 – Introdução e história dos Acordos de Basileia.....	23
4.2 – O Basileia III.....	23
4.2.1 – Um novo quadro regulatório de capital.....	24
4.2.2 – A introdução de um quadro regulatório de liquidez.....	26
4.3 – Conclusões finais sobre os Acordos de Basileia III.....	26
V – Os efeitos da nova regulação no <i>Project Finance</i>	27
1 – Generalidades introdutórias.....	27
2 – As consequências ao nível do investimento no <i>Project Finance</i>	28
2.1 – As consequências impostas pelos novos rácios.....	29
2.1.1 – As consequências nas dívidas de longo prazo.....	29
2.2 – As consequências em outras formas de financiamento.....	30
3 – Vias de superação às dificuldades impostas pelo novo quadro regulatório.....	31
3.1 – O financiamento de longo prazo.....	31
3.2 – Maior liberdade na cessão de créditos e dívidas do projeto.....	31
3.3 – Alterações ao nível das garantias.....	32
3.4 – Incentivos ao nível da política fiscal.....	33
3.5 – Recurso a outras formas de financiamento: os <i>Project Bonds</i>	34
3.5.1 – Noção e evolução histórica.....	33
3.5.2 – Vantagens.....	35
3.5.3 – Apreciação crítica.....	36
3.5.4 – Apreciação final.....	37
3.6 – As agências multilaterais de crédito e as agências de exportação de crédito (<i>ECA's</i>).....	38
3.7 – Considerações finais sobre as vias de superação às dificuldades impostas pelo novo quadro regulatório.....	41
VI – Conclusão.....	42
Bibliografia.....	44

I - Introdução

1 - Apresentação

Nas últimas décadas, o mundo assistiu a um desenvolvimento económico, tecnológico e científico absolutamente frenético e, na sua globalidade, até inédito. A III globalização cumpriu-se e o mundo é hoje um mercado cada vez mais integrado e único.

Ao nível das infraestruturas necessárias para essa construção, o *Project Finance* mostrou-se, e continua a mostrar-se, um excelente modelo contratual para orientar a execução dos mais diversos projetos, nas mais diversificadas partes do globo.

Contudo, depois de décadas de expansão, a crise financeira e económica de 2007/2008¹ evidenciou que a integração económica internacional tinha afinal algumas vulnerabilidades. Apesar de serem múltiplas as causas da atual crise, a verdade é que a principal delas, e a que de algum modo está no centro de todas as demais, tem que ver com a do setor bancário, a sua exposição ao risco, bem como a insuficiência do papel da supervisão.

Confrontados e surpreendidos com uma crise grave de liquidez, cedo os bancos mudaram a sua postura em matéria de concessão de crédito, especialmente de longo prazo. À medida que se foi tomando consciência da verdadeira dimensão da crise, essa sua postura mais conservadora acabou por ficar e permanecer até aos dias de hoje, havendo por isso quem chame a este estado de coisas o *New Normal*. Por outro lado, também o corpo de regras e princípios orientadores da atividade bancária foram substancialmente alterados, assumindo aqui especial destaque os Acordos de Basileia III, que, no essencial, vieram reforçar os rácios de liquidez e financiamento estável. Tal corpo de regras é apto a dificultar e onerar grandemente o acesso a financiamento, especialmente o de longo prazo, de tal forma que,

¹ “The financial crisis, which started as the US sub-prime crisis in 2007, escalated into a full-blown economic crisis and raised significant political challenges in Europe. Although not the only source of problems, the banking sector has been at the heart of this crisis. (...) On 30 July 2007, Deutsche Industriebank IKB became one of the first European banks hit by the crisis.” In: *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, 2012, orientado por Erkki Liikanen.

mesmo em situações em que os projetos se apresentam viáveis, eles podem não se revelar comercialmente atrativos para os bancos².

Perante este cenário de forte restrição de crédito, que tudo indica ter vindo para ficar, urge repensar toda a estrutura contratual do *Project Finance*, essencialmente no que respeita, ao financiamento, mas, e por consequência, também à alocação do risco e prestação de garantias. Neste sentido, é objetivo desta tese contribuir qualitativamente para o debate em torno do futuro do *Project Finance* no contexto do novo paradigma financeiro.

2- Metodologia e plano de exposição

Relativamente ao plano de exposição da presente tese, principiaremos com uma apresentação do modelo contratual clássico do *Project Finance*.

De seguida, propomo-nos analisar as causas e consequências da atual crise financeira internacional, nomeadamente ao nível da regulação financeira.

Numa terceira e última parte, constituirá objeto do nosso trabalho analisar as consequências do novo quadro regulatório no *Project Finance*, de modo a clarificar se este modelo contratual está votado ao desaparecimento ou se, pelo contrário, existem vias de superação das adversidades impostas conducentes a manter esta figura viva e relativamente intocada.

² Vide: Narbel, Patrick A., *The Likely Impact of Basel III on a Bank's Appetite for Renewable Energy Financing*, 2013.

II - Descrição do *Project Finance*

No presente título vamos proceder a uma breve descrição do *Project Finance*, na sua forma pura e tradicional. Ou seja, a exposição dos contornos da figura contratual do *Project Finance* que iremos verter nas páginas que se seguem desconsidera por completo os novos desafios saídos do novo quadro regulatório em matéria bancária e financeira.

1 – Noção

Classicamente, o *Project Finance*³ é uma figura contratual, oriunda do mundo anglo-saxónico, pensada e desenhada para investimentos de longo prazo (20, 30 ou até mais anos), normalmente de elevado valor, risco e incerteza, tais como infraestruturas de transporte ou energia. No que concerne à sua viabilidade económica, tem por objetivo “pagar-se e garantir-se a si próprio”, ou seja, idealmente, a restituição e garantia dos capitais emprestados deverá ser feita com o produto das receitas⁴ geradas pela exploração económica do projeto – os *cash-flows*, e garantida fundamentalmente pelos seus ativos⁵. Ainda sobre estes aspetos do financiamento e garantias, importa também realçar que no *Project Finance*, contrariamente à generalidade dos outros contratos de financiamento, os montantes a si alocados são substancialmente superiores ao valor dos ativos do projeto⁶.

Se até aqui já temos elementos bem distintivos do *Project Finance*, há contudo mais uma nota característica deste que o permite individualizar de outras figuras contratuais que com ele apresentam algumas semelhanças (v.g. o *Corporate Finance*⁷), e que é, justamente, o complexo jogo de repartição e mitigação dos riscos e incertezas do projeto.

Por fim, é também característico e próprio do *Project Finance* o facto de a concessão dos créditos (capitais) ser feita a uma entidade jurídica independente - a SPV, abaixo melhor

³Sobre a noção de *Project Finance* vide: FINNERTY, J.D., *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, 2013.

⁴NEVITT, P. K.; FABOZZI, F. J.; NAHLIK, Carmel de, *Project Financing*, 2012, pp. 16.

⁵Vide: nota de rodapé n.º 51.

⁶Distingue-se, portanto, de formas de financiamento baseadas no valor de um determinado ativo (*asset-based finance*).

⁷No *Corporate Finance*, o financiamento dos investimentos é analisado e concedido em base tradicional. Assim, nesta forma de financiamento, não obstante poderem ser concedidas garantias especiais, o reembolso dos financiamentos é sempre garantido, também, pela globalidade da atividade da sociedade mutuária e não apenas pelos rendimentos do projeto a que se aplica.

analisada⁸ - sendo aliás esse financiamento único a grande força propulsora e maximizadora da capacidade de alavancagem da SPV, o que lhe confere de imediato uma grande autonomia financeira, ultrapassando assim as tradicionais dificuldades de obtenção de financiamento por parte dos promotores (também abaixo analisados)⁹.

1.1. A orgânica do *Project Finance*

Após esta breve descrição sobre as notas típicas e essenciais do contrato, passemos agora em revista a orgânica do *Project Finance*. A principiar esta análise, releva desde já salientar que o *Project Finance* é normalmente constituído por cinco ou seis sujeitos participantes, conforme o Estado tenha ou não participação (ativa). A saber, são eles: (i) a já referida *Special Purpose Vehicle* (SPV)¹⁰, (ii) os também já referidos Promotores, (iii) os Investidores, (iv) as Entidades Financiadoras, (v) os Sujeitos Laterais¹¹ (vi) e/ou o Estado.

1.1.1 – SPV (*Special Purpose Vehicle*)

Criada pelos Promotores¹², a abreviadamente designada SPV¹³ é, nas palavras de ANDREW FIGHT, uma verdadeira “*independent legal entity*”¹⁴, ou seja, uma entidade autónoma, cuja objetivo é, tão só e “simplesmente”, executar o projeto. Por isso, ela vive unicamente para o

⁸ “*Project finance may take the form of financing of the construction of a new capital installation, or refinancing of an existing installation, with or without improvements. In such transactions, the lender is usually paid solely or almost exclusively out of the money generated by the contracts for the facility’s output, such as the electricity sold by a power plant. The borrower is usually an SPE (Special Purpose Entity) that is not permitted to perform any function other than developing, owning, and operating the installation. The consequence is that repayment depends primarily on the project’s cash flow and on the collateral value of the project’s assets.*” In: [Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards \(“Basel II”\), November 2005.](#)

⁹ Vide: HOFFMAN, L. Scott, in: *The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants*, 2007.

¹⁰ Em português: sociedade promotora do projeto.

¹¹ A denominação é nossa.

¹² A SPV pode, neste contexto, assumir diversas formas jurídicas: consórcio, agrupamento complementar de empresas (ACE), agrupamento europeu de interesse económico (AEIE) ou sociedade comercial, sendo esta última a mais frequente. A este propósito, vide: DEMIRAG, Istemi; KHADAROO, Iqbal; STAPLETON, Pamela; STEVENSON, Caral, *Risks and the financing of PPP: Perspectives from the financiers*, *The British Accounting Review* 43, 2011, pp. 294–310.

¹³ GATTI, STEFANO, *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, 2011, pp. 268 e ss.

¹⁴ FIGHT, Andrew, *Introduction to Project Finance*, 2004, cit. pp. 10.

projeto e apenas durante a existência do projeto (princípio *ring fence*: isolamento da sociedade de projeto dos riscos relacionados com outras atividades que não o projeto).

Relativamente aos poderes de que normalmente é dotada para concretizar cabalmente o projeto, ela dispõe, desde logo, de todos os poderes para garantir o seu financiamento, tem poderes para supervisionar o projeto, gerir os fundos e, outrossim, prestar garantias contratuais no âmbito dos contratos que necessite de celebrar com terceiros.

1.1.2 – Os promotores

Julgamos não ser uma comparação deslocada se fizermos equivaler os promotores do projeto aos sócios de uma vulgar sociedade comercial, isto porque, são os promotores, desde logo, que financiam o projeto, normalmente com recurso a capitais próprios (entradas de capital)¹⁵, sendo também deles a responsabilidade pelas prestações suplementares, acessórias ou suprimentos, estando ainda normalmente vinculados, em situações de *limited recourse*, a prestar outras garantias ao projeto.

Os promotores são normalmente entidades privadas que entendem participar no *Project Finance* por razões normalmente associadas à sua política de negócios e investimentos. Não raras vezes, existe mais do que um promotor. Quando assim sucede, o usual é celebrar-se um acordo parassocial da sua posição “societária”¹⁷.

Em alguns casos, cabe ainda aos promotores supervisionar a globalidade do projeto e, outrossim aplicar a este todo o seu conhecimento operacional e técnico.

Por fim, por serem os sócios do projeto, a eles é atribuído o direito de quinhão nos *dividend streams*, que tanto podem ter origem nos comumente designados *cash-flows* ou nos contratos de gestão.

¹⁵ Quando a SPV é criada sob a forma de sociedade por quotas, a garantia prestada é a do penhor de quotas (cfr. 242.º-A e 242.º-B do CSC). Se a SPV for criada como sociedade anónima, as suas ações podem ou não estar sujeitas ao regime do penhor financeiro, consoante os requisitos do artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 105/2004 estejam cumpridos.

¹⁶ Para maiores desenvolvimentos sobre esta questão do financiamento próprio e externo, *vide*: FERREIRA, Bruno, in: *Mecanismos de Garantia em Project Finance*, pp. 164 e ss.

¹⁷ “*The project sponsor is the entity that coordinates the development of the project. There may be more than one project sponsor, such as a development group or joint venture of companies.*”, HOFFMAN, Scott L., *op.cit.* pp. 106.

1.1.3 – Os investidores

Paredes meias com os promotores andam os investidores, que participam no projeto para realizar um ou vários investimentos que de alguma forma são do seu interesse. O leque de investidores é variado, pois tanto podem ser os empreendedores, como os próprios financiadores, também designados credores. Contudo, contrariamente aos promotores, os investidores não se encontram envolvidos nos aspetos técnicos do projeto¹⁸.

Em suma, a posição contratual dos investidores resume-se, basicamente, a auferir benefícios do projeto em áreas que, por especificidades de cada concreto projeto, são do seu interesse.

1.1.4 – Entidades financiadoras

As entidades financiadoras são, essencialmente, os vulgarmente designados bancos, agências de exportação de crédito (*ECA's* na terminologia inglesa) e as agências multilaterais de crédito.

No que concerne à sua posição contratual, ela resume-se, muito sumária e sinteticamente, a financiar o projeto e a auferir, ulteriormente, os benefícios resultantes do respetivo reembolso (os vulgarmente designados juros).

Contrariamente ao que à partida possa parecer, o papel das entidades financiadoras no projeto não é propriamente passivo. De facto, estas entidades desempenham normalmente um importante papel de fiscalização do modo de concretização do projeto, tanto na fase de execução, como na fase de exploração¹⁹. Contudo, diferentemente da SPV, as entidades financiadoras fazem-no no seu exclusivo interesse e não no interesse global.

¹⁸ Apesar de assim normalmente suceder, em certos casos, a figura do investidor pode efetivamente assumir uma presença mais ativa no projeto, assumindo os riscos operacionais, tecnológicos e uma parte do risco económico.

¹⁹ Desde logo, a sua maior intervenção ocorre, por exemplo, na elaboração do plano de negócios. De igual forma, durante a fase de execução do projeto, as entidades financiadoras procuram controlar e assegurar que os capitais são de facto aplicados nele. Posteriormente, na fase de exploração, continuam a controlar o desenvolvimento da atividade pela SPV.

Da mesma forma, não é incomum as entidades financiadoras intervirem diretamente na gestão do projeto (*step-in-right*), nomeadamente mediante o cumprimento de obrigações da responsabilidade da SPV perante terceiros credores.

Releva ainda destacar que, sempre que a dimensão do projeto o justifique, pode existir mais do que uma entidade financiadora. Quando assim sucede, é criada a figura do sindicato bancário²⁰, figura essa que, em rigor, não tem personalidade jurídica, nem qualquer espécie de autonomia patrimonial. O sindicato bancário não é mais do que uma agremiação de entidades financiadoras que pretendem, em conjunto, aumentar a capacidade de financiamento do projeto e, paralelamente, diminuir e mitigar os riscos deste.

1.1.5 – Sujeitos Laterais e Estado

No que respeita aos sujeitos laterais, estes são os concretizadores do projeto no terreno, uma espécie de operacionais²¹. Já no que se refere ao Estado, o seu papel varia consideravelmente consoante a sua participação se cinja a uma Parceria Público-Privada (PPP), que, apesar de estar legislada, costuma seguir o figurino do *Project Finance*²² ou à participação num projeto de natureza estritamente privada. No primeiro caso, ele assume a posição de verdadeiro órgão e parceiro contratual (promotor)²³. No segundo, a sua participação pode resumir-se, tão simplesmente, a um papel clássico de administrador público, v.g. no que concerne à emissão de licenças para execução do projeto²⁴.

1.2 – Conclusões sobre o desenho contratual

No essencial, aquilo que justifica um tão grande número de sujeitos é a necessidade de mitigação do risco inerente ao projeto. Efetivamente, não é de hoje a ideia de que se determinado risco for mitigado ou “*mutualizado*” por diversos sujeitos, o todo, o global, *in casu*, o projeto, fica mais salvaguardado e protegido²⁵. Afinal, importa não olvidar que os

²⁰ Para mais desenvolvimentos sobre esta temática *vide*: RHODES, Tony, *Syndicated Lending. Practice and Documentation*, 3ª Edição, 2000.

²¹ A título de mero exemplo, tanto podem ser empreiteiros, fornecedores ou clientes, como seguradoras.

²² Caso em que ele é um autêntico Promotor: “*In PPP method, public sector invites private agencies to bring their capital and technical assets for executing public projects.*”, RAHMAN, I. A.; MEMON, A. H.; ZULKIFFI, N. M., in: *Failure Reasons of PPP Infrastructure Projects: Case Study of Kuala Lumpur LRT Project*, pp. 2.

²³ Assumindo, por razões de interesse público ou estratégia política, riscos que dificilmente seriam assumidos por sujeitos privados.

²⁴ Para maiores desenvolvimentos sobre as diferenças entre PPP's e *Project Finance*, *vide*: BONOMI, Cláudio A.; MALVESSI, Oscar, *Project Finance – Fundamentos e Estudo de Casos*, 2008, pp.79.

²⁵ “*Ao longo da História da Humanidade encontramos várias tentativas de “afastar o risco” (...) De facto, já na Antiguidade as pessoas se agrupavam e punham em comum os meios de que dispunham para ajudar quem fosse afetado por um golpe de*

projetos sobre que normalmente recai esta figura contratual são de grande envergadura e risco, o que determina, conforme referimos atrás, toda esta arquitetura contratual²⁶.

III – Os riscos do Projeto

No contexto da atividade bancária, a análise do risco assume uma importância verdadeiramente nuclear²⁷, pois os seus resultados condicionam todos os termos contratuais ulteriores, nomeadamente, a decisão de conceder financiamento, as taxas de juro, as garantias, os contratos seguro, etc.. De igual sorte, a integral restituição de um crédito depende muito da não ocorrência de riscos. Por isso, uma boa triagem e qualificação dos riscos mostra-se, em concreto, uma tarefa extremamente relevante.

No presente título vamos expor algumas considerações sobre os principais riscos do *Project Finance*. Julgamos que essa exposição se revela de suma importância, uma vez que, no âmbito do novo quadro regulatório, as regras de concessão de crédito ficaram mais rígidas, especialmente no que concerne a empréstimos de longo prazo. Neste sentido, para compreender cabalmente o *Project Finance* no contexto deste novo xadrez de regras financeiras, é de toda a pertinência abordar os principais riscos desta figura contratual²⁸.

1 – Os riscos no *Project Finance*

Em geral, conforme já afluído, entende-se por risco de crédito a possibilidade, ainda que remota, de um determinado crédito não ser reembolsado, por causa imputável ou imputável ao mutuário²⁹.

má sorte: o Código de Hammurabi (século XVIII a.C.), da velha civilização da Mesopotâmia, contém disposições relativas a um sistema de assistência mútua, para o caso de as mercadorias transportadas em caravanas não chegarem ao destino.” de GUEDES-VIEIRA, Manuel, in: *Introdução aos Seguros*, 2012, pp. 15.

²⁶ FIGHT, Andrew: “*These various participants have differing contractual obligations, and the resultant risk and reward varies with the function and performance of these various parties. Ideally, the debt servicing will be supported by the project cash flow dynamics as opposed to the participants, who at best provide limited coverage.*”, op.cit.

²⁷ MALLOY, Michael P., *International Project Finance: Risk Analysis and Regulatory Concerns*, 2004.

²⁸ “*The essence of Project Finance is identifying the risks and determining who should bear them*”, WOOD, Philip R., in: *Law and Practice of International Finance*, Cit., pp. 7.

²⁹ “*Credit risk can be defined as “the probability of the loss (due to non-recovery) emanating from the extended, as a result of the non-fulfilment of contractual obligations arising from unwillingness or inability of the counter-party or for any other*

Por regra, quanto maior for o risco de incumprimento, maior será a margem de ganho, o que determina que o rendimento pela concessão de financiamento acabe por ser medido em função do maior risco de não reembolso. Todavia, há um limite a partir do qual se torna inviável conceder crédito, mesmo que a taxas de juro bastante altas. Na verdade, a ocorrência de um risco demasiado alto, no âmbito de um empréstimo avultado, pode ter consequências na solidez da própria instituição financeira e, dependendo do contexto, pode mesmo refletir-se em todo o sistema financeiro³⁰.

Tomando por base estas considerações, podemos asseverar que os riscos do *Project Finance* estão relacionados com situações ou eventos externos, tendencialmente alheios ao projeto e que, quando se materializam (ou concretizam), inquinam ou oneram em medida não prevista a execução ou exploração do projeto, o que tem ou pode ter por consequência incumprimentos contratuais, nomeadamente, os relativos à restituição dos empréstimos concedidos, podendo ainda produzir efeitos ao nível do acionamento da complexa teia de garantias contratuais^{31 32}.

Relativamente ao *Project Finance* e de acordo com a doutrina internacional, convém frisar que os seus riscos diferem qualitativamente de *projecto para projecto*³³. De igual modo, é comum na doutrina afirmar-se que eles se mostram tendencialmente irrepetíveis³⁴. Assim, por exemplo: num projeto de natureza extrativa, como o mineiro ou o petrolífero, os riscos estão normalmente associados às incertezas geológicas daquele concreto projeto, ao esgotamento de reservas ou a particulares exigências nas vendas ou exportação. Já num projeto relativo a

reason. "If the probability of the loss is high, the credit risk involved is also high, and vice-versa.", vide: JOSEPH, Ciby, *Credit Risk Analysis: A trust with strategic prudence*, pp.15.

³⁰ Acompanhando TINSLEY, Richard, existe risco quando existe possibilidade de perda e esta se pode materializar (ponto de vista do financiador) ou quando o resultado financeiro fica abaixo do esperado (ponto de vista do promotor). TINSLEY, Richard. C.R., *Advanced Project Financing: Structuring Risks*, 2014, pp. 1.

³¹ TINSLEY, Richard define riscos do projeto como "*qualquer fator que pode afetar o fluxo de caixa esperado.*", op.cit.

³² A noção exposta considera todos os riscos possíveis no *Project Finance*, nomeadamente os riscos de crédito e os riscos para efeitos de integral cumprimento dos demais contratos, nomeadamente contratos de seguro (que assumem grande relevância em matéria de garantias). Por isso, convém especificar que, enquanto nos contratos de crédito, a tónica da conceptualização dos seus riscos está na possibilidade de incumprimento por parte do mutuário (voluntária ou involuntária), já nos contratos de seguro, a tónica está nos eventos, imputáveis ao garantido, que desencadeiam a respetiva garantia contratual.

³³ Cfr. Moody's Special Comment, *Key Credit Risks of Project Finance*, pp. 3.

³⁴ "*Among numerous risks that may be associated with project financings, some relate to the specific financing structure; others to the nature and viability of the project itself; and still others to political, economic and related risks in the country in which the project will operate.*" Cfr. Moody's Special Comment, op.cit..

infraestruturas, como construção de estradas com portagem, os riscos podem estar mais associados ao retorno económico, ou seja, à parte da exploração³⁵.

Contudo, não concordamos inteiramente com esta ideia. De facto, há certos riscos que se mostram repetíveis. Por exemplo, o risco de incumprimento por parte de países em vias de desenvolvimento é um risco tendencialmente repetível. De igual modo, os riscos políticos, pela forma como, em alguns casos, estão enraizados num concreto país tendem a repetir-se. Por fim, o mesmo se diga no que concerne aos riscos de câmbio e comerciais quando o projeto é financiado por moedas instáveis.

No âmbito do novo quadro regulatório, uma parte muito considerável das alterações ao *Project Finance* passará necessariamente pelos riscos (e garantias), nomeadamente cambiais ou comerciais, o que, atenta a sua relevância, justifica que se faça, nesta sede, uma análise desta matéria³⁶.

2 – Os riscos mais comuns do *Project Finance*

De uma forma genérica, as duas principais categorias de risco do *Project Finance* são: (i) os riscos operacionais e (ii) os riscos de mercado. Ou seja, de um lado, temos todos os riscos relacionados com a execução e concretização do projeto no terreno. Por outro lado, temos todo o conjunto de riscos associados ao mercado, como os preços, câmbios, etc..

Consoante os autores, aquelas categorias subdividem-se ou dispõem-se em diferentes subgrupos. A nosso ver, dada a total interdependência de todos os riscos, entendemos que se torna difícil organizá-los por grandes grupos. Afinal, e a título de exemplo, uma alteração nas estruturas políticas que leve um Governo a mudar a sua política em matéria de concessão de licenças e, outrossim, em matéria de impostos alfandegários, pode, em rigor, encaixar-se em qualquer um daqueles grandes grupos de riscos³⁷.

³⁵ HOFFMAN, Scott L., *Ibidem*, § 1.12.

³⁶ A este propósito não se pode negligenciar a importância do setor segurador na análise de risco destes contratos, bem como os peritos técnicos e as entidades responsáveis pela manutenção e exploração económica do projeto.

³⁷ Estas classificações variam bastante de autor para autor. Por exemplo NEVITT, P. K.; FABOZZI, F. J. e NAHLIK, Carmel de classificam os riscos do *Project Finance* em dezoito categorias diferentes, *Ibidem*. Já FINNERTY, John D., divide os riscos em oito categorias: riscos tecnológicos, riscos de conclusão, de suprimento de matérias-primas, financeiros, económicos, políticos, cambiais e de força maior.

2.1 - Riscos de execução, concretização e pós-execução

Situações há em que o projeto, pelas razões mais díspares, v.g. derrapagens financeiras, falhas tecnológicas, danos materiais, etc., não consegue ser concluído no tempo previsto. Como facilmente se alcança, a materialização destes riscos pode colocar em causa a geração atempada de *cash-flows*, podendo por consequência acarretar diversas perdas para investidores, entidades financiadoras, etc..

Neste sentido, para que a geração tempestiva de *cash-flows* não seja afetada por estes riscos, entendemos que o setor segurador, à semelhança das garantias prestadas pelos promotores, poderá vir a desempenhar um importante papel.

2.2 – Riscos relativos à (in)viabilidade económica dos países em desenvolvimento

Pela sua natureza, o *Project Finance* tem na base inúmeras exigências de suporte de crédito. Atendendo a que os países em desenvolvimento não dispõem normalmente de uma forte capacidade para suportar esses riscos, e muito menos para os suportar com ativos ou promessas de pagamento credíveis³⁸, tais exigências podem revelar-se excessivamente onerosas, ao ponto de não poderem sequer ser exigidas pelos seus beneficiários³⁹.

2.3 – Riscos sociais

Os riscos sociais⁴⁰ são os relativos a todas as conjunturas de natureza social que podem colocar em causa a estabilidade de um Estado e, por consequência, afetar negativamente o projeto. A título de exemplo, podemos referir as agitações sociais, guerras civis e demais tumultos sociais.

³⁸ As recentes descidas dos preços do petróleo, e os seus efeitos nos investimentos realizados, por exemplo, em Angola, são um exemplo de que em países em vias de desenvolvimento os riscos são mais elevados, pois, no geral, toda a atividade económica é mais instável.

³⁹ Ressalvado o importante papel que as ECA's e as agências de exportação de crédito desempenham na execução de projetos nestes espaços geográficos: *Vide*: V 3.7.

⁴⁰ “Country”, na terminologia inglesa.

2.4 – Riscos políticos

Interligados com os riscos sociais temos os riscos políticos⁴¹. Os riscos políticos estão normalmente associados a alterações substanciais em matéria de orientação política, ideológica, reguladora ou fiscal, e que em concreto podem ditar alterações em matéria de expropriações, restrições à importação/exportação de capitais, quotas de produção, de importação, efeitos legais retroativos, autorizações administrativas “surpresa” em matérias que cabem dentro da discricionariedade administrativa⁴², etc.⁴³. Perante alterações deste teor, o *Project Finance* pode ser significativamente afetado.

Na nossa opinião, não choca qualificar como riscos políticos todos os problemas associados à lentidão da justiça⁴⁴. Efetivamente, um Estado que não consegue fazer cumprir convenientemente as leis e os contratos, é um Estado que não apresenta garantias mínimas aos agentes económicos e, *in casu*, aos participantes do projeto, o que em abstracto pode aumentar o risco de incumprimento.

No geral, uma parte da doutrina entende que o mecanismo contratual melhor colocado para cobrir os riscos de natureza política é a contratação de seguros. No nosso entendimento, tal proposta é teoricamente viável. Contudo, na prática, esta via suscita-nos algumas reservas, na medida em que os riscos políticos, em certos casos, assumem uma magnitude tal, suscetível de inquinar totalmente a concretização do projeto. Por isso, julgamos que, na prática, muito dificilmente o sector segurador aceitará cobrir riscos de natureza política que se apresentem qualificados como elevados.

⁴¹ “O risco político deve ser tratado com uma importante preocupação na estruturação contratual de um projeto. A melhor forma de mitigar este risco, que envolve expropriações, guerras ou conversibilidades, é a obtenção garantias junto das agências de crédito à exportação ou dos bancos multilaterais de desenvolvimento.”, in: SORGE, Marco; GADANECZ, Blaise, *The term structure of credit spreads in Project Finance*, International Journal of Finance & Economics, 2008, pp. 68-81.

⁴² Vide: FINNERTY, Ibidem.

⁴³ O 11 de Setembro, os conflitos no Médio Oriente, os mais recentes conflitos na Europa de Leste, etc., são eventos aptos a criar riscos políticos de larga escala.

⁴⁴ Não se deve ler o risco de justiça como um risco político em sentido estrito, sob pena de se subverter o entendimento da separação de poderes. Falamos aqui de riscos políticos em sentido amplo, que abarca as incertezas relativas à maior ou menor dificuldade de os Estados levarem a bom porto as suas atribuições.

2.5 – Riscos inerentes à clareza contratual e legal

Também a clareza dos contratos e a sua menor ambiguidade, especialmente quando se colocam questões de conformidade com a legislação, mostra-se um fator de estabilidade e sucesso do projeto⁴⁵ ou, dito às avessas, representa um menor risco do projeto⁴⁶.

Neste sentido, para mitigar e diluir os riscos inerentes à obscuridade da legislação ou dos contratos, aponta-se como solução envolver o máximo possível o Estado nestes projetos, nomeadamente através da sua colaboração na área do esclarecimento legal.

2.6 – Riscos de mercado, comerciais, cambiais e financeiros

Os riscos comerciais e de mercado são todos aqueles riscos inerentes à incerteza da vida económica⁴⁷, como por exemplo a instabilidade nos preços da energia ou dos transportes, o controlo de certos preços por parte dos governos (que aqui se cruzam com os riscos políticos), a inflação, etc..

Já os riscos cambiais e financeiros são os riscos associados a desvios contabilísticos, causados por instabilidade monetária e cambial ou ainda porque existe mais do que uma moeda em torno do projeto.

As formas mais comuns de mitigação destes riscos passam pelo recuso a *swaps*, opções de moedas, cobranças de prémios sobre taxas de juro, recurso a taxas fixas ou o uso da mesma moeda para contabilizar receitas e despesas⁴⁸.

⁴⁵ Cfr. Moody's Special Comment, op.cit., pp. 8

⁴⁶ A complexidade do *Project Finance* é mesmo uma das principais desvantagens deste contrato. Essa complexidade pode revelar-se a vários níveis, de que se destaca a implementação da estrutura, a identificação dos riscos, que invariavelmente envolve a realização de diversas auditorias jurídicas, fiscais, técnicas ou ambientais, ao que ainda se somam os custos com a assessoria para acompanhamento de todas estas questões.

⁴⁷ Destaca-se, por exemplo, a incapacidade de a SPV restituir a integralidade dos empréstimos, por fraca geração de *cash-flows* (riscos comerciais).

⁴⁸ Com alguma frequência, o risco de mercado é transferido para fornecedores e clientes do projeto, mediante a contratualização prévia, por exemplo, de limites ou mesmo tabelas de preços para a execução do projeto. No caso específico das contratualizações com clientes, podem ser celebrados, por exemplo, "*offtake purchase agreements*", que consistem em assegurar procura para o projeto e, eventualmente, assunção de riscos de mercado. A este propósito *vide*: DELMON, Jeffrey, in: *Project Finance, BOT Projects and Risk*, 2005, pp. 257- 258.

2.7 – Riscos de financiamento

Estes riscos estão relacionados com situações de eventual maior dificuldade de obtenção de financiamento para o projeto. A título exemplificativo, podemos apontar, para a fase em que o projeto ainda não arrancou, cenários de instabilidade bancária ou monetária no espaço geopolítico onde o projeto terá lugar (o que faz ponte com os riscos comerciais ou cambiais e políticos), e para a fase em que o projeto já está em execução, dificuldades em cobrar dívidas a favor do projeto.

3 - Formas de minimização do risco

3.1 – Ao nível das garantias contratuais

O busílis da atenuação dos riscos está, indiscutivelmente, nas garantias que normalmente cada um dos sujeitos do projeto goza e presta, variáveis consoante cada específico projeto^{49 50}.

Normalmente, estabelecem-se duas espécies de garantias. Por um lado, temos todas aquelas garantias que visam proteger a integral satisfação dos créditos disponibilizados pelas entidades financiadoras, tais como as garantias reais ou pessoais prestadas pela SPV⁵¹ e pelos

⁴⁹ Ora, no que respeita às garantias, releva desde já salientar que no âmbito do direito europeu continental em geral, toda esta temática das garantias pode levantar dificuldades inverificáveis no direito anglo-saxónico. De facto, entre nós, atento o disposto no artigo 1306.º do Código Civil, está vedado aos sujeitos do projeto criar ou prestar garantias reais atípicas, o que à partida parece inviabilizar a criação de figuras como a “garantia rotativa” (*universal business charge*). Vide art. 9.º do *Uniform Commercial Code*. Também, no direito inglês, a chamada *floating charge*: HOFFMAN, Scott L.L., *Ibidem*, pp. 577.

⁵⁰ Para maiores detalhes vide: NEVITT, P., FABOZZI, F. e FINNERTY.

⁵¹ No tocante às garantias prestadas pela SPV, considerando que ela é dotada de ativos próprios, tais ativos servem, à partida, de garantia geral às entidades financiadoras.

No quadro do nosso ordenamento jurídico, a SPV pode prestar como garantias o penhor mercantil (vide artigos 397.º e 398.º do Código Comercial), penhor do direito ao trespassse de estabelecimento comercial, penhor financeiro (vide artigo 6.º n.º 1 do DL n.º 105/2004, de 8 de Maio) ou ainda penhor constituído em garantia de créditos de estabelecimentos bancários autorizados, vide DL 298/33, de 17 de Agosto de 1939.

No direito português, devido ao princípio da tipicidade dos direitos reais, torna-se difícil transpor figuras de direito anglo-saxónico. Na prática de países anglo-saxónicos, existem duas garantias normalmente utilizadas: a *floating charge* ou *floating lien* e o *trust*. Vide: LUCAS, Cristina Galvão, *Floating Charges*, 2002, pp. 28 e VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Contratos Atípicos*, 1995, pp. 267.

No que concerne à SPV, importa ainda sublinhar que os créditos que ela vai adquirindo ao longo da sua existência também constituem garantias que esta pode prestar a terceiros (concessão de créditos em garantia). Vide: LEITÃO, Luís M. de Menezes, *Cessão de Créditos*, 2005, pp. 447.

promotores⁵². Por outro lado, temos as garantias que se dirigem a assegurar a satisfação daqueles créditos através de mecanismos que visam garantir as circunstâncias em que o contrato foi celebrado, na eventualidade dessas circunstâncias se alterarem⁵³. Destaca-se, nesta esteira, a responsabilização de outras entidades que não a SPV.

Classicamente, as garantias mais comuns em *Project Finance* são as de performance. Contudo, não é incomum apor garantias contratuais tradicionais, designadamente fianças, hipotecas ou avales (nomeadamente dos promotores). Estas garantias têm a grande virtude de conferir aos credores uma posição privilegiada em caso de insolvência da SPV, nomeadamente como instrumento de negociação numa execução judicial.

3.2 – Ao nível da análise das particularidades do projeto

Não obstante tudo o que expusemos, sem dúvida que é *a priori* que se trabalha na “garantia” da boa e cabal execução do projeto, *máxime*, através do estudo e análise de viabilidade⁵⁴.

⁵² No que respeita às garantias prestadas pelos promotores, a eles incumbe, essencialmente, garantir às entidades financiadoras o reembolso dos capitais por estas fornecidos.

Normalmente, é usual firmarem-se duas espécies de garantias:

a) *non-recourse*: modalidade em que os promotores não assumem qualquer responsabilidade pelo reembolso do crédito.

b) *limited recourse*: nesta modalidade, o projeto já beneficia de outras garantias (normalmente sob a forma de garantias de construção, eficiência de equipamentos, linhas de financiamento em *standby*, penhor das participações dos promotores na SPV, etc.). Aqui, os promotores assumem, ainda que de forma limitada, determinadas responsabilidades pelo reembolso do crédito.

De acordo com a sistematização de HOWCROFT, Barry e FADHLEY, Sabah, existe ainda uma outra modalidade: as *full recourse*, que consistem num esquema de garantias de base tradicional. *Vide: Project Finance: A Credit Strategy Based on Contractual Linkages, 1996.*

⁵³ Falamos, a este propósito, dos acordos de *Step-in*. De facto, o “*step into the shoes*” traduz-se na faculdade que as entidades financiadoras normalmente têm de poderem cumprir as obrigações da SPV, no caso desta não as cumprir ou entrar em mora.

Ao poderem cumprir com obrigações da SPV, as entidades financiadoras mantêm o projeto em boas condições de execução, continuando assim a garantir os reembolsos esperados. É bastante comum ficar acordado que qualquer incumprimento da SPV é transmitido às entidades financiadoras, *Vide: ACHONWA, Jeremiah, in: What Are The Elements Of Security In Project Finance And How Does It Limit The Lenders Exposure To Project Risks?, Cit. pp. 16.*

Das várias cláusulas possíveis, destacam-se aquelas em que é comum prever-se que qualquer incumprimento da SPV é imediatamente comunicado às entidades financiadoras. Também é usual estabelecer-se um lapso temporal de inação contra a SPV por parte dos outros participantes (credores desta), de modo a permitir resolver o incumprimento por outras vias, designadamente pela via do *step-in*.

Releva ainda mencionar a figura do *Step-Out-Right*. O *Step-Out-Right* traduz-se na possibilidade que as entidades financiadoras têm de poderem libertar-se de uma obrigação da SPV que eventualmente tenham cumprido.

⁵⁴ *Vide: HOFFMAN, Scott L., Ibidem, pp.27*

Assim, na fase inicial, é extremamente importante considerar o máximo de aleatoriedades, estudos e críticas possíveis, qualificar rigorosamente os riscos, nomeadamente os de mercado, comerciais, cambiais, financeiros e políticos, bem como a expectativa real de geração de *cash-flows*, a fim de tornar as garantias contratuais meras possibilidades.

Numa segunda fase, deverão então criar-se mecanismos de alocação do risco aos vários sujeitos. Idealmente, o risco deve ser alocado ao sujeito melhor capaz de o suportar. Nestes termos, os riscos de mercado ficam melhor alocados aos sujeitos privados e os riscos políticos e sociais aos sujeitos estatais.

No geral, apontam-se como exemplos de mitigação dos riscos do projeto, o recurso à contratação de diversos contratos de seguro, oneração de ativos do projeto ou o convite à participação de instituições internacionais e consórcios de agentes financeiros que podem transmitir riscos a terceiros. Para além destes mecanismos, releva ainda mencionar os diversos instrumentos de mercado, tais como as operações de *hedge* nos mercados derivados, os *swaps* e contratos de taxas de juro.

IV – O futuro do *Project Finance* à luz do novo quadro regulatório bancário

1 – Introdução

Na primeira parte deste trabalho, expusemos o essencial da dinâmica contratual do *Project Finance*, tal qual ele se desenvolveu e floresceu ao longo dos últimos anos. Contudo, o novo quadro regulatório da atividade bancária, em especial o concernente aos empréstimos de longo prazo, veio colocar novos desafios ao *Project Finance*, matéria que será objeto de análise nesta segunda parte.

2 – Uma análise aos desequilíbrios que determinaram a crise de 2007/2008

Ao longo dos últimos anos, e depois de muita reflexão e debate em torno da crise, foi-se gerando o consenso de que esta teve por base uma ausência conveniente de regulação⁵⁵ e

⁵⁵ Regular, neste sentido, consiste em fixar regras disciplinadoras de uma atividade, sendo certo que posteriormente irá ser feito o controlo do cumprimento das mesmas. Nestes termos, regular é o oposto de “entropia económica”.

supervisão financeira⁵⁶. De facto, “[desde] o início da recente crise financeira, tornou-se evidente que o modelo de supervisão deveria ser aperfeiçoado, quer num plano macro quer num plano microprudencial.”^{57 58}.

A crise financeira de 2007/2008⁵⁹ foi o culminar de um longo processo de reunião e adição de fatores que determinaram o atual “cocktail depressivo”⁶⁰. Desde os anos 80⁶¹ que as soluções para remediar as crises sentidas na economia e no sistema financeiro passavam, invariavelmente, por injeções de capital na economia. Os efeitos destas soluções geravam a falsa ideia de que o sistema financeiro era resistente a uma hecatombe de larga escala. Tal sensação foi impulsionando os bancos a participar em novas áreas, ao mesmo tempo que

Fazendo nossas as palavras de MENEZES CORDEIRO, a supervisão bancária consiste na “(...)actuação desenvolvida pelo Estado ou por outros entes públicos sobre os banqueiros, de modo a controlar a sua actividade.” In: *Manual de Direito Bancário*, 2014, cit. pp. 888.

Em rigor, aos atos de acompanhamento e fiscalização da atividade chama-se, comumente, “supervisão”. Para mais desenvolvimentos, *vide*: MAGALHÃES, Manuel, *A Evolução do Direito Prudencial Bancário no Pós-Crise: Basileia III e CRD IV*, in: CÂMARA, Paulo e MAGALHÃES, Manuel (coord.), *O Novo Direito Bancário*, pp. 289, e SANTOS, Luís Máximo dos, *Regulação e Supervisão Bancária*, in: *Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo*, pp. 67.

A regulação do sistema bancário tem como principais objetivos a tutela do próprio sistema bancário, dos depositantes e, em geral, da confiança no sistema.

⁵⁶ A este propósito chama-se a atenção para o facto de que há quem entenda que a regulação gera diversos constrangimentos na atividade bancária, nomeadamente distorções em matéria de incentivos. Para mais aprofundamentos, *vide*: CASU, Barbara; GIRARDONE, Claudia; MOLYNEUX, Philip, *Introduction to Banking*, 2015, pp. 160 ss.

⁵⁷ COSTA, Carlos, Governador do Banco de Portugal, in: *A supervisão enquanto mecanismo de promoção e salvaguarda da estabilidade financeira*, Banco de Portugal, Nota distribuída pelo Governador do Banco de Portugal por ocasião da Audição na Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública no âmbito do processo de operações de capitalização de instituições bancárias, op. cit. pp. 9.

⁵⁸ “A crise financeira de 2007 e 2008 veio confirmar a existência de deficiências sérias no sistema europeu de supervisão financeira. (...) De entre outras diversas razões, salientam-se como sendo algumas das principais, a falta de capacidade das estruturas de supervisão nacionais em acompanhar a crescente globalização dos mercados financeiros e a sua complexa integração, fortemente potenciadora de riscos de contágio, a deficiente cooperação e comunicação de informações entre autoridades de supervisão (...) e a disparidade de interpretações da legislação aplicável pelas autoridades competentes dos vários países.”. TROCADO, Sofia Thibaut, op. cit. pp. 73 e 74.

⁵⁹ Para uma noção da dimensão da crise financeira, veja-se, a título meramente exemplificativo, uma lista de instituições afetadas, até aí consideradas sólidas: *HBOS, Fannie Mae, Lehman Brothers, Bear Stearns, Northern Rock e Merrill Lynch*. Em Portugal, tivemos o processo de insolvência do Banco Privado Português, S.A. e a nacionalização do Banco Português de Negócios, S.A..

⁶⁰ *Vide*: CORDEIRO, Menezes, *Ibidem*, pp. 130.

⁶¹ Verdadeiramente, a origem da atual crise financeira tem raízes na crise mobiliária de 1987, altura em que, para evitar um novo *crash* idêntico ao da quinta-feira negra de 1919, procurou-se manter o mercado sempre fluido e líquido, com recurso a grandes injeções de capital, fenómeno que se repetiu nas décadas posteriores. Sobre este tema, *vide*: MENEZES CORDEIRO, *Ibidem*, pp. 127 ss..

foram abandonando políticas de risco menos rigorosas. Este quadro acabou por colocar os bancos excessivamente dependentes do mercado.

Porém, quando os resultados negativos começaram a aparecer⁶², a confiança nos mercados foi ficando abalada, o que gerou uma fortíssima contração na concessão de crédito. Sem crédito (liquidez) e sem confiança, rapidamente a crise financeira se transformou numa grave crise económica, eventualmente a mais grave desde 1929.

3 – As Recomendações do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS)

Perante a crise, as Autoridades e os Governos dos países mais afetados rápido sentiram necessidade de implementar medidas, não apenas para atenuar os seus efeitos, mas também para corrigir os desequilíbrios que estiveram na origem deste colapso financeiro.

Ao nível da União Europeia, a Comissão Europeia delegou numa equipa de peritos a tarefa de pensar uma forma de reforçar o sistema europeu de supervisão. Terminado aquele trabalho, foi então elaborado o Relatório de Larosiére, que concluiu, essencialmente, pela necessidade de reforço do enquadramento da supervisão e criação de um sistema integrado de supervisores financeiros ao nível europeu.⁶³

Movido pelo mesmo objetivo, também o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) elaborou, em 20 de dezembro de 2012, um conjunto de recomendações aplicáveis ao setor bancário, de que se destacam as matérias do risco, oneração de ativos, garantias ou liquidez.

⁶² Até ao irromper da crise, a qualidade das carteiras de crédito dos bancos permanecia estável. Contudo, quando a economia começou a estagnar, de imediato os bancos começaram a sentir os seus efeitos nos balanços. Por consequência da deterioração das carteiras de crédito, a sua situação económica começou a agravar-se. Num curto lapso de tempo já esta situação estava a refletir-se negativamente nas margens financeiras das instituições de crédito e nos resultados finais.

⁶³ Vide: *De Larosiére Report* - European Commission, elaborado pelo *The High-Level Group of Financial Supervision*, presidido por Jacques de Larosiére, disponível em:

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

4 – As implicações decorrentes dos Acordos de Basileia III

4.1 – Introdução e história dos Acordos de Basileia

Os Acordos de Basileia surgiram originariamente em 1988⁶⁴, no âmbito do *Bank for International Settlements (BIS)*⁶⁵, na cidade suíça de Basileia. Desde o início que o seu objeto consiste na elaboração de recomendações em matéria de supervisão prudencial, aplicáveis ao setor financeiro, especialmente bancário⁶⁶, com o objetivo de reforçar a resistência dos bancos a eventuais perdas e incertezas do mercado. Para o efeito, as referidas recomendações focam-se, essencialmente, na avaliação do capital em relação aos riscos de crédito.

Os Acordos de Basileia I e II⁶⁷ debruçaram-se essencialmente na determinação de níveis mínimos de reserva de capitais a manter pelos bancos, em ordem a fazer face aos níveis de crédito por si concedidos⁶⁸.

4.2 - O Basileia III

Diante do cenário de crise, e perante a convicção de que uma base de capital mais sólida teria possivelmente atenuado ou evitado a crise, em dezembro de 2010, o Comité de Basileia criou

⁶⁴ O Comité de Supervisão Bancária de Basileia foi criado em 1974. Na altura da sua criação, procurava-se criar um quadro de disposições regulatórias comuns, da atividade bancária.

⁶⁵ Para um estudo mais aprofundado sobre o BIS *vide*: MALLOY, Michael P., *Principles of Bank Regulation*, 2003.

⁶⁶ *Vide*: CRANSTON, Ross, *Principles of Banking Law*, 1997, pp. 111 e ss..

⁶⁷ Os Acordos de Basileia I tinham por principal objetivo adotar um padrão (mínimo) internacional de adequação de capital dos bancos, baseado numa ponderação do risco dos ativos a nível global. Os rácios mínimos estabelecidos por Basileia I dependiam fundamentalmente dos riscos de crédito associados aos ativos do Banco.

Em 2004 surgiram os Acordos de Basileia II (*vide*: “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*”, disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>). Uma das principais razões que levou à reformulação dos Acordos de Basileia I prende-se com o facto de até aí não se levarem em linha de conta todos os demais riscos da atividade bancária.

⁶⁸ Os Acordos de Basileia I tinham como objetivo primordial evitar a fragmentação dos mercados bancários em matéria de adequação das reservas de capital dos bancos. Fruto da confiança gerada pelos Acordos de Basileia I, com Basileia II aliviaram-se os apertos regulatórios, designadamente, em matéria de cálculos de rácios de capital. As reservas de capital dos bancos, com Basileia II, passaram a ser medidas em função da qualidade dos ativos. Por sua vez, a quantidade de capital exigida para cumprir com os rácios era inversamente proporcional à qualidade dos seus ativos. Este critério contribuiu enormemente para que os Bancos passassem a atuar, sobretudo, pela bitola da quantidade.

uma nova linha programática⁶⁹ em matéria de almofadas financeiras e reforço do sistema bancário internacional⁷⁰, a implementar de forma faseada até 2019⁷¹, em todos os países aderentes.

De entre aquelas alterações, destaca-se o novo quadro regulatório de capital, a introdução de um quadro regulatório de liquidez e a criação de uma nova categoria de entidades supervisionadas – as SIFI's (*Systemically Important Financial Institutions*) ou os SIB's (*Systemically Important Banks*).

4.2.1 - Um novo quadro regulatório de capital

Relativamente ao novo quadro regulatório de capital, com Basileia III reforça-se quantitativamente o que já vinha de Basileia II, passando a ser exigível mais e melhor capital. Concretamente, o CET 1 (que constitui o capital de melhor qualidade da instituição) passou a ter que representar 4,5% dos ativos ponderados⁷², o Capital Tier 1⁷³ passa a ter que representar pelo menos 6% dos ativos ponderados⁷⁴ e, finalmente, o capital total, resultante da soma do Tier 1 com o Tier 2, continua a ter que representar 8% dos ativos ponderados⁷⁵.

⁶⁹ Na União Europeia, estas alterações vão ser incorporadas no Direito Comunitário através da revisão da *Capital Requirements Directive* (mais especificamente, mediante um processo de revisão designado “CRD IV”).

⁷⁰ “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*” e “*Basel III: International framework for more liquidity risk measurement, standards and monitoring*”.

⁷¹ Além de cada uma destas alterações obedecer a calendários diferentes, a efetiva implementação destes rácios será precedida por um período de observação em que o Comité de Basileia monitorizará os efeitos dessa implementação. Por isso, é razoável que se venham a fazer ajustes e aperfeiçoamentos até 2019.

⁷² 2% no Basileia II.

⁷³ Constituído pelo *Common Equity Tier 1* ou CET e pelo “*Additional Going-Concern Capital*”.

⁷⁴ 4% no Basileia II.

⁷⁵ “*O acordo distingue entre dois níveis de fundos próprios: os fundos próprios de base (Capital Tier 1) e os fundos próprios complementares (Capital Tier 2), não podendo estes exceder o montante daqueles. O Capital Tier 1 inclui fundamentalmente o capital social e as reservas contabilísticas: estes elementos são comuns a todas as jurisdições, constam das contas, são visíveis para os mercados, a sua devolução não é exigível e absorvem as perdas em cenários de continuidade da instituição. São o capital de melhor qualidade.*

O Capital Tier 2 inclui as reservas ocultas, as reservas de reavaliação, as provisões gerais e a dívida subordinada a termo, desde que, em relação a cada um destes elementos, fossem observadas certas condições e limitações. O Tier 1 distingue-se do Tier 2 porque os seus elementos constitutivos são: 1- permanentes; 2- não vencem qualquer remuneração anterior ao pagamento de todos os custos e perdas; 3- são comuns a todas as jurisdições, totalmente revelados pelas contas das instituições e visíveis para os mercados; 4- absorvem imediatamente quaisquer perdas em cenários de continuidade da

Os Acordos de Basileia III trouxeram uma novidade: a categoria de Tier 3 foi eliminada e o Tier 1 e 2 passaram a ter requisitos de elegibilidade mais apertados. A intencionalidade destas alterações prende-se com o facto de que todos os riscos devem ser cobertos com capital de idêntica qualidade.

No que respeita a alterações qualitativas, destacam-se as recomendações relativas às reservas de capital de contraciclo e às reservas de conservação de capital. A partir de agora, os reguladores nacionais podem exigir dos bancos a manutenção de uma reserva de capital de contraciclo, cujo objetivo consiste em evitar as consequências económicas dos “picos de euforia” e dos “picos de depressão” ao nível da liquidez no sector bancário.

Ainda no âmbito das alterações qualitativas, foram também criadas novas formas de qualificação e cobertura de riscos, designadamente, ao nível das titularizações, ou *trading book*. Neste sentido, é patente o “(...) reforço da qualidade e da consistência do capital regulamentar, com vista a assegurar que os riscos assumidos pelos bancos se encontram adequadamente suportados por uma base de capital de elevada qualidade, que seja facilmente comparável entre instituições.”⁷⁶.

Os Acordos de Basileia III trouxeram também alterações relevantes em matéria de endividamento, gestão do risco pelas Instituições de Crédito, práticas remuneratórias, valorização dos ativos, *stress testing* e, ainda, concentração de riscos. No que especificamente diz respeito à matéria do endividamento, com Basileia III passou a existir um rácio de endividamento, cuja finalidade é evitar uma sobrecarga excessiva de dívida por parte da banca⁷⁷.

Por fim, reforçou-se ainda a componente de divulgação pública ao mercado de uma série de elementos relativos ao capital dos bancos, de que se distingue, pela sua importância, a obrigatoriedade de informar os mecanismos mediante os quais o banco calcula os seus rácios regulatórios.

instituição e 5- representam um factor essencial na determinação da margem de lucro e da capacidade de concorrência dos bancos.”. CÂMARA, Paulo, Ibidem. pp. 299.

⁷⁶ No que concerne aos Acordos de Basileia na sua relação com o *Project Finance*, vide: WOOD, Philip R., Ibidem, pp. 81.

⁷⁷ Esta alteração está sujeita a um período de experimentação, que ocorrerá entre 2013 e 2017.

4.2.2 - A introdução de um quadro regulatório de liquidez

A introdução de um quadro regulatório ao nível da liquidez apresenta-se como o primeiro esforço verdadeiramente global de regulação dessa matéria. A intencionalidade deste rácio consiste em gerir o risco de liquidez com maior prudência e sensatez. Em concreto, os bancos vão ter que passar a resistir durante trinta dias a um cenário de escassez de liquidez, em condições de *stress* a definir pelos reguladores (rácio LCR)⁷⁸. Por outro lado, constata-se também uma clara preocupação destes acordos em assegurar uma gestão correta das discrepâncias de maturidades dos fluxos de liquidez a longo prazo (rácio NSFR)⁷⁹.

A característica fundamental deste rácio de liquidez reside no tratamento diferenciado que é feito consoante o tipo de empréstimo. No caso de um empréstimo rotativo, em que o mutuário é uma empresa, este rácio de liquidez prevê uma exigência de 10% de cobertura (de liquidez). Já no caso de o mutuário ser uma SPV, este rácio prevê que a cobertura de liquidez exigível seja de 100% e não de 10%.

4.3 – Conclusões finais sobre os Acordos de Basileia III

Tal como *supra* observado, com a crise financeira e com os mecanismos de resposta entretanto encontrados, existem dois aspetos que vão alterar-se drasticamente: (i) o financiamento está e vai ficar mais caro, especialmente o de longo prazo; (ii) os bancos estão hoje muito mais conscientes da necessidade de uma rigorosa política de gestão e análise do risco, o que também terá necessariamente por consequência uma contração de financiamento.

Em síntese, os novos acordos impõem a manutenção de reservas de ativos líquidos, para o que introduziram dois novos rácios: (i) um rácio de cobertura de liquidez e (ii) um rácio de financiamento líquido estável. Estes são conforme exposto os requisitos mínimos. No entanto,

⁷⁸ O rácio de cobertura de liquidez tem por objetivo assegurar que os bancos mantêm ativos líquidos de alta qualidade suficiente, ou seja, convertíveis em dinheiro, para fazer face aos fluxos de caixa esperados para aquele período. Importa no entanto salientar que o cenário de crise é definido pelos reguladores nacionais.

⁷⁹ “(...) o objetivo do NSFR é assegurar que os bancos gerem a estrutura de maturidades dos ativos e passivos de forma que lhes assegure a estabilidade de liquidez num horizonte de um ano. Para este efeito os bancos são chamados a financiar as suas atividades junto de fontes estáveis e através de contratos com prazos, em função da maturidade e liquidez dos ativos. A imposição deste rácio terá como efeito, espera-se, uma diminuição da dependência excessiva dos bancos das operações de curto ou curtíssimo prazo realizadas nos mercados monetários.”. Vide, CÂMARA, Paulo, *Ibidem*. pp. 344.

é esperado que, quando e se necessário, os reguladores nacionais intervenham no sentido de exigir a determinados bancos rácios mais exigentes, em consonância com o seu perfil de risco. Ora, dúvidas não restam de que todas estas regras irão determinar um aumento dos custos nas operações de concessão de empréstimos⁸⁰. Por consequência, as Instituições de Crédito vão estar expostas a novos desafios, que poderão implicar reestruturações sérias nos seus balanços e exigir, sem dúvida, novos modelos de negócio, nomeadamente o regresso ao retalho⁸¹.

V – Os efeitos da nova regulação no *Project Finance*

1 – Generalidades introdutórias

Depois de termos analisado e contextualizado o *Project Finance*, entramos agora naquele que é o busílis do nosso trabalho e que consiste em analisar o futuro deste contrato à luz do novo quadro normativo em matéria de atividade bancária, e, outrossim, perceber de que forma poderão ser ultrapassadas as dificuldades e os desafios advenientes dessas novas regras.

Conforme referido, com Basileia III, os bancos operaram uma reestruturação dos seus balanços de modo a poderem cumprir os novos rácios. Estas alterações oneraram o financiamento, especialmente o de longo prazo⁸² ⁸³. Ora, atendendo ao perfil de financiamento do *Project Finance*, tem-se vindo a entender que é praticamente inevitável que tal não se reflita negativamente neste contrato de investimento⁸⁴⁸⁵.

⁸⁰ Um relatório recente da McKinsey & Company “*Basel III and European Banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*”, 2010, estimou que o sector bancário europeu venha a necessitar de um capital adicional de € 1.050 biliões como resultado do Basileia III, e o sector bancário dos EUA um montante de € 600 biliões.

⁸¹ “*More equity might increase the stability of banks. At the same time however, it would restrict their ability to provide loans to the rest of the economy. This reduces growth and has negative effects for all.*”

Josef Ackermann, CEO do Deutsche Bank, 20 de novembro 2009.

⁸² “*Estas novas regras de estabilidade decorrentes de Basileia III não favorecem o investimento de longo prazo, que exige maiores spreads.*”. In: <http://www.eib.org/epec/resources/presentations/psf-06062012-presentationnotes-cdp.pdf>.

⁸³ *Vide*: Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal, publicado em Maio de 2013.

⁸⁴ “*Banking regulatory changes known as “Basel III” are expected to further reduce the availability of project finance in the future.*”, in: *Project Finance a la Euro Crisis with a Fresh Helping of Basel*, Bloomberg New Energy Finance.

⁸⁵ “*for those banks that remain in the market, tightened regulatory requirements for the management of bank capital have been specified under the Basel III accords. Banks now have to assign a higher percentage of their liquidity to back long tenor commercial debt financing and this has placed upward pressure on project finance ‘pure commercial’ debt financing. However, a far lower risk weighting (and hence, capital requirement) is apportioned to ECA backed finance.*”. GARDNER, David; WRIGHT, James, in: *Project Finance - HSBC Global Banking and Markets*, Capítulo 12.

Sintomático e ilustrativo disto mesmo é o facto de muitos dos grandes bancos que até há pouco tempo tinham uma participação ativa no *Project Finance* terem entretanto desviado as suas atenções deste contrato. A título de exemplo, podemos apontar o *Royal Bank of Scotland*, até há pouco tempo um dos maiores financiadores mundiais de *Project Finance*, e que recentemente colocou toda a carteira no seu “*arm non-core*”, ou seja, nas atividades não essenciais. Até mesmo os bancos franceses, tradicionalmente dominantes neste mercado, estão a tentar diminuir a sua participação neste tipo de projetos^{86 87}.

Portanto, avizinha-se uma mais que provável redefinição de prioridades comerciais dos bancos. Tal poderá resultar numa espécie de passo atrás na atividade bancária nomeadamente e tal como referido um regresso ao retalho. Neste contexto, a questão que se coloca é: qual o futuro para o *Project Finance*?

2 – As consequências ao nível do investimento no *Project Finance*

Prima facie, julgamos que ainda é cedo para conclusões estanques e definitivas⁸⁸. De facto, os Acordos de Basileia III estão sujeitos a ajustes até 2019, o que significa que, qualquer conclusão nesta matéria deverá ter em conta que se move num terreno ainda pantanoso e movediço. Por outro lado, cada concreto projeto tem as suas especificidades, os seus riscos, os seus participantes e as suas garantias, que são tendencialmente irrepetíveis.

⁸⁶ “*Historic sources of debt capital have dried up and we are likely to continue to see pressures in the short term,*” (...) “*We’re at an inflexion point in the market, where everything is largely frozen except for club deals.*”, in: *European bank funding in a bail*, in world ILF Conference, Maio de 2012.

Disponível em: http://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/migrated/content_uploads/2012-05-03_ILF_Conference_-_Bail_in_-_David_Marks_vf2.pdf

⁸⁷ Ao nível das consequências causadas pelas novas regras regulatórias, importa ilustrar, a título exemplificativo, que os bancos europeus foram, ao longo dos anos, a principal fonte de financiamento de projetos nos EUA, uma vez que a maioria dos bancos norte-americanos não participa neste tipo de projeto, pelo que a crise bancária e as mudanças regulatórias acabaram por ter um impacto negativo significativo em muitos projetos dos EUA. *Vide: Banks wary of financing big projects*, in: Financial Times e SILVERMAN, Eric; BORISOFF, Alexander, *U.S. based funding sought for projects*, *Project Finance International*, 2012.

⁸⁸ Efetivamente, nem todos os banqueiros são pessimistas. Há quem aponte que o decaimento que se sentiu este ano foi também impulsionado pela falta de procura por parte dos governos, que implementam programas de austeridade, bem como pelas empresas que se encontram preocupadas com a perspetiva económica frágil. A este propósito, *vide: Basel III: is the cure worse than the disease?*, disponível em:

http://www.city.ac.uk/data/assets/pdf_file/0007/36079/Is-the-Cure_AllenChanMilneThomasVersion6..pdf.

2.1 – As consequências impostas pelos novos rácios

Apesar do que referimos *supra* sobre o carácter precoce em matéria de conclusões sobre esta matéria, a verdade é que na opinião de alguns daqueles que trabalham diretamente com estes projetos⁸⁹, os rácios de alavancagem e liquidez impostos pelos Acordos de Basileia III têm tido já um grande impacto no mercado do *Project Finance*. Efetivamente, e conforme já explorado, com o novo rácio de liquidez, o *Project Finance* passa a exigir uma cobertura de liquidez de 100%. Ora, estas exigências são efetivamente aptas a aumentar o custo para os bancos e podem ser a causa justificativa de alguma desaceleração verificada neste setor. De facto, em alguns países ou zonas do globo tem-se vindo a constatar uma contração no investimento para projetos deste teor. Por exemplo, no norte de África e Médio Oriente, territórios onde o *Project Finance* tem tradição⁹⁰, têm-se verificado sinais de abrandamento de investimento desde 2012⁹¹. Contudo, apesar destes dados, convém não olvidar que estamos a falar de zonas do globo que especialmente, desde a “Primavera Árabe”, e com exceção da Tunísia, têm estado num autêntico “rebuliço” político e social, pelo que poderá ser prematuro afirmar e concluir que o menor investimento naquelas áreas se deve ao aumento do custo do crédito e à perda de interesse por parte do setor bancário.

2.1.1 – As consequências nas dívidas de longo prazo

Dentro desta grande matéria das consequências do Basileia III no *Project Finance*, seguramente que a maior delas radica na duração do prazo de vencimento das dívidas do projeto. Atendendo a que o financiamento do *Project Finance* é, invariavelmente, de longo prazo, tal financiamento pode muito facilmente colidir com as exigências do rácio de financiamento líquido estável. Ora, estas mudanças poderão acarretar, com muita probabilidade, um impacto negativo no custo do projeto e na atratividade da sua dívida. Com efeito, os bancos poderão vir a financiar apenas (certas e determinadas) operações durante a fase da execução do projeto, pois são as que têm normalmente prazos mais curtos de

⁸⁹ V.g. AZAD ALI, Conselheiro na “Shearman & Sterling”, in: LEE, ASHLEY, “How Basel III impacts ECA-backed project finance”, *International Financial Law Review*, 2014, artigo disponível *online* em:

<http://www.iflr.com/Article/3358235/How-Basel-III-impacts-ECA-backed-project-finance.html>.

⁹⁰ Vide: <http://www.astrid.eu/DISCIPLINA2/PROJECT-FI/Documenti/Regulatory-Framework-and-Project-Finance---BNP-Paribas.pdf>

⁹¹ A este propósito vide: *Long-Term Investment Financing for Growth and Development: Umbrella Paper*, documento apresentado na reunião dos Ministros das Finanças do G20 e Governadores do Banco Central, em Moscovo, Fevereiro 2013.

reembolso, abandonando o financiamento da fase de exploração económica ou operacional. Ora, a suceder-se um cenário destes, tal implicará uma alteração coperniciana no desenho contratual do *Project Finance* e exigirá uma criatividade maior para encontrar formas alternativas de financiamento das dívidas de longo prazo do projeto.

Também os rácios de financiamento estável *supra* referidos irão determinar que os bancos combinem os ativos que tenham uma maturidade⁹² superior a um ano, com responsabilidades que também tenham uma maturidade superior a um ano. Neste cenário, os bancos podem sentir a necessidade de utilizar os fundos de longo prazo para a dívida do *Project Finance*, de modo a diminuir o risco associado a esse tipo de financiamento.

2.2 – As consequências em outras formas de financiamento

No âmbito das novas regras regulatórias, outras formas de financiamento, como por exemplo as “cartas de crédito”⁹³ e as *revolving credit facilities*⁹⁴ poderão igualmente vir a ficar menos atrativas, o que, de uma forma mais ou menos direta, afetará negativamente o *Project Finance*.

As cartas de crédito são um mecanismo bastante comum no *Project Finance* (mais até do que as *revolving credit facilities*), e desempenham um importante papel nestes projetos. Porém, os Acordos de Basileia III passaram a prever que os reguladores nacionais especifiquem o nível de cobertura de liquidez exigível para as cartas de crédito. Ora, na eventualidade de ser fixado um nível de cobertura de liquidez, por hipótese, de 50% ou 60%, o que se afigura muito razoável atento o espírito de Basileia III, tal poderá dificultar seriamente o fornecimento deste

⁹² De acordo com o glossário da CMVM: “a maturidade ou data de maturidade é o período ou momento durante o qual ou até ao qual o direito contido num determinado instrumento financeiro pode ser exercido ou é válido. O termo utiliza-se não só para referir uma data em concreto (data de maturidade) como um período de tempo e é usado, por exemplo, para *warrants autónomos, opções, futuros e obrigações*.”, in:

http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Documents/d9090783da304d0a9cbf446ecd222b61guia_glossario.pdf

⁹³ A carta de crédito é um meio de pagamento/recebimento que oferece maior segurança às transações comerciais internacionais, especialmente quando se negocia com novos parceiros comerciais. Traduz-se num mecanismo mediante o qual um banco garante o pagamento de um comprador a um vendedor. No caso em que o comprador é incapaz de fazer o pagamento da compra, o banco fica obrigado a cobrir o montante total ou remanescente da compra.

⁹⁴ Trata-se de uma linha de crédito em que o cliente paga uma taxa de compromisso e, em seguida, é-lhe permitido o uso de fundos sempre que necessário. É um mecanismo de financiamento normalmente utilizado para fins operacionais, com flutuações mensais, consoante as necessidades de fluxo de caixa do cliente.

tipo de produtos por parte dos bancos, o que limitará, seguramente, o *Project Finance* porquanto tal representará mais uma amputação nas formas clássicas de financiamento do projeto.

3 - Vias de superação às dificuldades impostas pelo novo quadro regulatório

Apesar de todo o exposto, reiteramos a nossa posição de que este quadro não tem necessariamente que influenciar negativamente o *Project Finance*, no sentido de o remeter para o museu dos modelos contratuais de investimento. Há, de facto, vias de superação das limitações impostas, pese embora o figurino clássico contratual poder vir a sofrer, aqui e acolá, alterações substanciais.

3.1 – O financiamento de longo prazo

Apesar de ainda não se saber ao certo o que se deva entender por financiamento de longo prazo no contexto do Basileia III, parece razoável que a superação destas dificuldades possa passar, no futuro, por financiar o *Project Finance* com recurso a fundos de longo prazo. Neste sentido, entendemos que o desenho contratual do *Project Finance* terá de evoluir e alterar-se, no sentido de criar novas estruturas de dívida⁹⁵.

3.2 – Maior liberdade na cessão de créditos e dívidas do projeto

Uma alteração contratual que pode jogar a favor do *Project Finance*, no sentido de o tornar atrativo, tem que ver com a possibilidade de previsão contratual da livre cessão de créditos e dívidas, independentemente da vontade da contraparte contratual⁹⁶. Esta previsão assume, conforme se compreende, um especial relevo no âmbito dos créditos bancários concedidos à mutuária do projeto – a SPV. *I.e.*, ao invés de se aprisionar eternamente os bancos do sindicato bancário ao projeto, poderá criar-se um quadro contratual de livre transmissão para

⁹⁵ Apesar de o mercado de dívida de longo prazo estar mais exíguo, é provável que continuem a existir investidores interessados em comprar dívida de longo prazo. Contudo, tal só sucederá se existir uma boa correlação entre a estrutura dessa dívida e os benefícios dos respetivos reembolsos.

⁹⁶ O princípio vertido no artigo 577.º, n.º1 do Código Civil é justamente o da livre transmissão de créditos. Nestes termos, a questão assume apenas relevância ao nível contratual, *i. e.*, daquilo que as partes em concreto negociam e estão dispostas a aceitar.

terceiros (estranhos ao projeto até então) dos créditos bancários do mesmo, independentemente da vontade da SPV.

Em suma, uma maior liberdade na transmissão a terceiros de posições contratuais no projeto poderá impulsionar os seus participantes, em especial os bancos, a manterem-se interessados, principalmente, no financiamento do mesmo. Conforme facilmente se intui, isto poderá prejudicar o caráter relativamente *intuitu personae* que caracteriza o *Project Finance*. Contudo, em concreto, sempre se podem apor alguns *trade offs* que minimizem essa despersonalização.

3.3 – Alterações ao nível das garantias

Uma alteração qualitativa e quantitativa ao quadro das garantias pode também contribuir substancialmente para reforçar a confiança no *Project Finance*. A título exemplificativo, podemos pensar num cenário em que os promotores passem a aceitar cobrir (mais) riscos com o seu património próprio ou ainda que os bancos possam proceder à liquidação de dívidas de forma automática, ou seja, por débito direto. No entanto, convém alertar para os perigos de desvirtuamento que tais propostas podem representar, pois a assunção e garantia de responsabilidades com recurso à globalidade do património de um ente é mais própria de formas tradicionais de financiamento.

Ainda no âmbito do reforço das garantias, e porque o *Project Finance* versa, normalmente, projetos de interesse público, julgamos que também o Estado poderá desempenhar um importante papel enquanto garante do cumprimento das obrigações do projeto. Atentas as restrições de crédito verificadas no setor bancário, alguns governos têm mesmo vindo a participar cada vez mais ativamente nos projetos, com o objetivo claro de baixar as necessidades de crédito, aceitando, não apenas suportar custos bastantes significativos (na ordem dos 40% a 50% do valor do capital do projeto), como também, e para o que aqui mais releva, prestar garantias contratuais, procurando assim reduzir o risco global do projeto, tornando-o mais atrativo para os investidores.

3.4 – Incentivos ao nível da política fiscal

Paredes meias com a ideia vertida no ponto precedente, temos toda a panóplia de incentivos estatais no âmbito da política fiscal^{97 98}. Para uma melhor explicitação desta ideia, podemos aludir a um exemplo oriundo dos Estados Unidos que, apesar de ter sido desenhado para promover as energias renováveis e o ambiente, serve de modelo à presente ideia, pois facilmente pode ser transponível para outras modalidades de *Project Finance*. Em concreto, o governo federal dos EUA tem vindo a incentivar novos projetos de energia renovável, mediante a concessão de créditos tributários federais e deduções consideráveis aos investidores.

Entendemos que incentivos desta natureza poderiam apresentar vantagens diversificadas, tais como a de conferir maior folga financeira para, por exemplo, prestação de garantias. Contudo, convém não esquecer que a atuação dos Estados, por razões de ordem político-constitucional e legal, poderá ver-se limitada, quer procedimentalmente, quer mesmo substancialmente. A título de exemplo, não é (ainda) possível aos Estados negociarem regimes de impostos com agentes privados, pois os impostos carecem de aprovação legal na Assembleia da República e obedecem aos princípios da igualdade, generalidade e abstração. Não obstante, dentro das balizas do admissível, a atuação do Estado pode de facto tornar o *Project Finance* mais atrativo.

Para concluir esta parte relativa do apoio estatal ao *Project Finance*, convém relembrar que os países desenvolvidos enfrentam hoje sérios problemas de dívida soberana. Assim, para além de isso representar uma dificuldade objetiva, representa também um aumento do risco do incumprimento da dívida soberana o que assume relevância sistémica.

⁹⁷ Vide: SHERMAN, Leslie E., *Introduction to Project Finance, A Guide for Contractors and Engineers*, 2002.

⁹⁸ Ao nível do ordenamento jurídico português, e no âmbito dos Benefícios Fiscais Contratuais ao Investimento Produtivo, até 31 de dezembro de 2020 podem ser concedidos benefícios fiscais aos projetos de investimento de montante igual ou superior a €3 000 000,00. Em concreto, tais benefícios deverão ser objeto de contrato, que vigorará durante dez anos, contados a partir da conclusão do projeto. Tais incentivos podem concretizar-se ao nível de deduções em sede de IRC, isenção de IMI, IMT e Imposto de Selo.

3.5 – Recurso a outras formas de financiamento: os *Project Bonds*

3.5.1 – Noção e evolução histórica

Uma das mais relevantes vias alternativas de financiamento do projeto poderá passar pelo reforço da captação de poupanças de investidores institucionais e, porque não, até mesmo de particulares⁹⁹, através da emissão de obrigações do projeto¹⁰⁰ (*Project Bonds*), por parte da SPV¹⁰¹.

Os *Project Bonds* surgiram em finais dos anos 80, como mecanismo de financiamento de projetos de infraestruturas de longo prazo, em países em vias de desenvolvimento¹⁰². Desde então, têm vindo a ser utilizados com sucesso em diversos mercados, como a Europa, a América Latina e o Médio Oriente.

Os *Project Bonds* traduzem-se num contrato celebrado entre a SPV e um investidor (normalmente um investidor institucional, tal como um fundo de pensões, uma seguradora ou fundos soberanos), mediante o qual a SPV recebe deste um determinado fundo para aplicação no projeto, e assume, como contrapartida, e sinalagmáticamente, a obrigação de restituir essa mesma quantia, com juros, num prazo normalmente dilatado (20 ou 30 anos). Atento o espírito do *Project Finance*, releva salientar que a restituição desse fundo deve ser feita com recurso aos *cash-flows* gerados pelo projeto.

⁹⁹ Na Europa, à semelhança dos EUA, os *Project Bonds* não são normalmente comercializados como um produto de investimento destinado ao pequeno investidor. Assim, os *Project Bonds* são em regra autorregulados e acessíveis apenas a investidores institucionais.

¹⁰⁰ O mercado de títulos do projeto tende normalmente a ser influenciado pelos maiores ou menores custos e disponibilidade de crédito junto dos bancos. Daí a sua maior tradição em países menos desenvolvidos e só agora se afigurem como uma boa alternativa nos países industrializados. *Vide*: DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, pp. 241.

¹⁰¹ Contudo, para que um mercado de títulos de projeto possa ter êxito, é fundamental que exista capital disponível fora do sistema bancário, que exista governação e transparência no sistema financeiro, o que engloba a informação prestada ao mercado, existam políticas fiscais e comerciais elevadas e que o próprio projeto consiga ter e manter mecanismos para manter a qualidade dos respetivos títulos.

¹⁰² Em primeiro lugar, estes títulos destacam a atratividade de oportunidades de investimento tradicionalmente reservadas ao sector público. Em segundo lugar, os *Project Bonds* são potencialmente uma importante fonte de capital de dívida privada de longo prazo, estando diretamente ligados ao crescimento económico e à competitividade.

Em terceiro e último lugar, eles são uma nova classe de ativos no espectro de dívida de mercados emergentes, oferecendo diversificação de ativos e oportunidades de investimento, em particular a investidores institucionais. *Vide*: DAILAMI, Mansoor; KOGOD, Robert Hauswald, *The Emerging Project Bond Market: Covenant Provisions and Credit Spreads*, 2003.

3.5.2 – Vantagens

Em geral, normalmente o recurso aos *Project Bonds* apresenta vantagens consideráveis ao nível das taxas de juro, que em regra são mais baixas e competitivas. De igual modo, também ao nível dos prazos de vencimento se constata vantagens, pois eles vencem-se, normalmente, em prazos mais longos. Por fim, contrariamente ao setor bancário, os credores tradicionais dos *Project Bonds* são menos exigentes com a prestação de garantias e, outrossim, com situações de mora ou incumprimento¹⁰³.

Mas as vantagens dos *Project Bonds* não se ficam por aqui. Há de facto uma ampla gama de vantagens que vão para além dos aspetos meramente remuneratórios. Desde logo, os *Project Bonds* são instrumentos financeiros que podem ser disponibilizados a uma ampla e diversificada gama de investidores. Por assim ser, esses investidores não têm normalmente acesso direto aos contornos do projeto e ao emitente daqueles títulos. Esta característica de maior distanciamento entre emitente e investidor é apta a conferir uma maior liberdade, *in casu*, à SPV no que à gestão desses fundos diz respeito.

¹⁰³ O seguinte exemplo é ilustrativo de como a iniciativa “*The Europe 2020 Project Bond Initiative*” poderia funcionar ao nível dos projetos e investidores do mercado de capitais.

Ao invés de se fazer uso do crédito bancário tradicional, a SPV podia aumentar a sua dívida através de emissões de obrigações do projeto. Por conseguinte, os investidores do mercado de capitais comprariam os títulos caso se alcançasse um *rating* de crédito de grau de investimento de pelo menos A-.

Na fase piloto da “*The Europe 2020 Project Bond Initiative*”, o Banco Europeu de Investimento (BEI) irá conceder um empréstimo ou garantia (facilidade BEI) à SPV a fim de aumentar a probabilidade de reembolso atempado do capital e dos juros aos detentores das obrigações, durante o período de vigência dos títulos (reduzindo assim o risco de tais obrigações e, consequentemente, aumentando o seu *rating* de crédito).

O mecanismo pode, em tese, cobrir todos os riscos relacionados com o projeto e que afetam a geração de fluxo de caixa a partir do início do período de funcionamento do mesmo, bem como qualquer escassez de financiamento durante o período de construção.

Esta iniciativa teria de adequar, projeto a projeto, a percentagem do financiamento total de obrigações. A título de exemplo, poderíamos ter 20% da dívida global e poderia assumir a forma de uma linha de crédito que poderia ser utilizada, tanto para atender a obrigações seniores, como para atender aos défices de financiamento durante a fase de construção.

Uma vez acionada a facilidade do BEI, esta assumiria a forma de dívida subordinada. Esta dívida seria reembolsada pela empresa do projeto ao longo do tempo a partir dos recursos disponíveis em caixa após o serviço da dívida sénior, com prioridade pelos pagamentos de equidade e respetivo financiamento (empréstimos de acionistas, outros empréstimos subordinados).

Finalmente, a empresa do projeto que beneficia do aumento de crédito do BEI teria que pagar uma taxa ao BEI, que seria determinada de acordo com a política padrão de remuneração do BEI. *Vide*: European Commission, http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/project_example_en.htm.

Além disso, como títulos que são, os *Bonds* podem ser mais facilmente negociados nos mercados de capitais do que os outros tipos de dívida, como por exemplo os empréstimos bancários¹⁰⁴.

3.5.3 – Apreciação crítica

Atendendo à importância que estes títulos poderão vir a desempenhar, num futuro próximo, junto destes projetos, mostra-se relevante tecer algumas considerações críticas e chamar a atenção para alguns aspetos que, pelo menos em tese, se podem revelar desvantajosos e/ou aptos a causar resistência aos investidores.

Um dos maiores entraves à cabal utilização das obrigações do *Project Finance* tem que ver com os riscos relativos à fase da construção (fase inicial). De facto, poderá existir alguma relutância por parte dos investidores em financiar projetos que ainda não saíram sequer do papel ou, tendo saído, estão ainda numa fase tão inicial, que não é possível antever com alguma clareza o sucesso de geração de *cash-flows*¹⁰⁵.

Um outro aspeto a tomar em consideração tem que ver com a regulamentação aplicável. Contrariamente a outras formas de financiamento, estes títulos, pela sua natureza circulatória, estão facilmente sujeitos a vários regimes jurídicos. Ora, essa burocracia (complexidade) pode, na prática, representar um entrave à sua cabal utilização¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Não obstante, de modo a proteger os investidores e a integridade dos mercados de capitais contra eventuais abusos, tais como fraude, abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado, as leis dos valores mobiliários são normalmente desenvolvidas, precisas e minuciosas, designadamente em países com mercados de capitais amadurecidos (v.g., na UE, existe a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado).

¹⁰⁵ Efetivamente, as obrigações emitidas no início de um projeto representam um risco maior do que os títulos emitidos para financiar a expansão de um projeto que já está a gerar receita.

¹⁰⁶ Do ponto de vista da sua operacionalidade, normalmente, os *Project Bonds*, para serem colocados no mercado, necessitam de uma oferta corporizada em documento (ou o prospeto), e ainda de uma disciplina reguladora da relação jurídica com os subscritores, que são os responsáveis pela ulterior venda e distribuição dos títulos aos investidores, nomeadamente a matéria de restrições relativas à forma de comercialização, nomeadamente, o tipo e perfil de investidor destinatário. Sobre esta concreta restrição, ela visa garantir que os *Bonds* são oferecidos e vendidos apenas a investidores permitidos pela legislação

Também a complexidade e o risco político envolvido nesta operação podem provocar uma fuga a estes títulos por parte dos investidores. Facilmente se compreende que o sucesso das emissões de *Project Bonds* depende, entre outros fatores, da existência de um quadro regulatório estável, que dê garantias aos investidores de que, ao longo da vida daquelas emissões, as condições de geração da receita dos projetos não vão estar sujeitas a interferências de enquadramento político-institucional.

De igual modo, também a sua falta de clareza, especialmente no que concerne à viabilidade, é apta a gerar dúvidas nos investidores. Ora, relativamente à viabilidade, têm vindo a ser tomadas iniciativas para ultrapassar essas desconfianças, de que se destaca o *Project Bond Initiative*¹⁰⁷ (*The Europe 2020 Project Bond Initiative - Innovative infrastructure financing*)¹⁰⁸, que é um projeto conjunto entre a Comissão Europeia e o Banco Europeu de Investimento¹⁰⁹.

3.5.4 – Apreciação final

Atendendo a que o financiamento bancário de longo prazo se tornou mais difícil, e que a respetiva atividade foi afetada por uma regulamentação mais apertada, ficou aberta a porta para uma utilização mais exaustiva dos *Project Bonds*¹¹⁰. Porém, atendendo a que os *Project Bonds* não conseguem responder a todas as necessidades de financiamento, tudo indica que, na prática, as duas formas de financiamento se poderão harmonizar da seguinte forma: numa fase inicial, os bancos financiam o projeto e assumem os riscos inerentes a essa fase. Numa segunda fase, o financiamento do projeto pode então ser obtido com recurso à emissão de

relevante em cada país onde os títulos serão distribuídos. A título de exemplo, na UE as obrigações que têm um valor nominal mínimo superior a € 50.000 são oferecidas apenas aos "investidores qualificados".

¹⁰⁷ Vide: <http://www.eib.org/products/blending/project-bonds/index.htm>.

¹⁰⁸ Até agora, o Conselho de Administração do BEI aprovou nove projetos em seis Estados-Membros diferentes. A primeira operação no âmbito desta iniciativa concretizou-se em julho de 2013, em Espanha, no âmbito do projeto de armazenamento subterrâneo de gás Castor, que irá fornecer armazenamento por 30% do consumo diário de gás em Espanha.

¹⁰⁹ De acordo com a Comissão, os investimentos de infraestruturas na União Europeia devem cumprir os objetivos da Estratégia Europa 2020, que podem atingir um volume de investimento até 2 triliões de euros. O grande objetivo deste projeto consiste em estimular o financiamento do mercado de capitais em projetos de grandes infraestruturas nos setores dos transportes, energia e tecnologias de informação.

¹¹⁰ Verifica-se que, na conjuntura atual, os *Project Bonds* poderão vir a ser vantajosos para mutuários e investidores, uma vez que, contrariamente ao setor bancário, os mercados de capitais não estão afetados pelas restrições regulatórias. A este propósito, vide: VINTER, Graham D.; PRICE, Gareth; LEE, David, *Project Finance*, 2013.

Project Bonds, que aliás podem até ser utilizados para reembolsar o financiamento inicial da fase de execução. Fica assim aberta a possibilidade para um financiamento híbrido do *Project Finance*¹¹¹.

3.6 – As agências multilaterais de crédito e as agências de exportação de crédito (ECA's)

Finalmente, como via alternativa ao financiamento bancário temos a possibilidade de fomentar significativamente a inserção das agências multilaterais de crédito e das agências de exportação de crédito (ECA's)¹¹² que, apesar das suas diferenças e objetivos macroeconómicos¹¹³, têm em comum a possibilidade de alavancar e financiar o projeto¹¹⁴

¹¹¹ Um exemplo deste modelo mais híbrido é o *Topaz Solar Farm*, que está a ser construído na Califórnia. Do pacote de 1,2 biliões de Dólares da dívida destacam-se 850 milhões em obrigações.

A própria União Europeia já lançou uma consulta apelidada de “*project bond initiative*”. Vide: WIGGLESWORTH, Robin, “*Infrastructure projects face funding gap*”, in: *Financial Times*, disponível online em:

<http://www.ft.com/cms/s/0/0a3c51ee-9457-11e1-bb0d00144feab49a.html#axzz3a0q78QbF>.

¹¹² Note-se que, neste momento, com exceção da República Checa, Hungria, México, Polónia e Turquia, todos os demais países membros da OCDE, e um grande número de outros países, criaram e têm as suas próprias ECA's. Para mais aprofundamentos, vide: DEWAR, John, *Ibidem*, pp. 214.

O objetivo das ECA's é promover um mercado ordenado de crédito à exportação, a fim de que os pedidos de exportação beneficiem não só de condições financeiras mais vantajosas, mas também de dar a conhecer quem fornece os melhores produtos e serviços pelo menor preço.

¹¹³ As agências multilaterais de crédito são detidas por vários governos; as agências de exportação de Crédito (ECA's) são detidas por um governo. Para mais desenvolvimentos sobre estas figuras, vide: VINTER, Graham, *Project Finance: A Legal Guide*, 2003, pp. 186 e ss.

As agências multilaterais de crédito são criadas por vários países, com o objetivo de promover o desenvolvimento económico e social através do investimento. De igual forma, elas têm também por objetivo a proteção e a sustentabilidade do ambiente. Relativamente ao financiamento, as agências multilaterais são geralmente financiadas mediante contribuições dos Estados integrantes.

Estas agências podem funcionar tanto a nível regional como a nível global [p. ex. o *World Bank Group* é a principal agência multilateral mundial. Este fornece financiamento ao setor privado através do *International Finance Corporation* (IFC) e do seguro do risco político dado pelo *Multilateral Investment Guarantee Agency* (MIGA). Outras agências multilaterais funcionam numa base mais regional, como por exemplo o Banco Europeu de Investimento (BEI) e o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento].

Já no que concerne às ECA's, a sua grande diferença relativamente às agências multilaterais de crédito reside no facto de serem criadas e detidas por um só governo, com o intuito de promover e facilitar as exportações do país onde são criadas, mas também o de promover ou facilitar o investimento nacional no exterior, o que aliás vem de encontro ao primeiro objetivo, pois com esse investimento proporcionam um maior desenvolvimento do comércio de mercadorias entre o seu país e esses países terceiros. Relativamente ao financiamento, as ECA's são geralmente financiadas pelo Tesouro Nacional do respetivo país de origem.

¹¹⁴ Fora dos países integradores da OCDE, estas agências há muito que ocupam um papel central no financiamento de grandes projetos. Vide: DEWAR, John. *Ibidem*, pp. 239.

com recurso a capital seu e a capital do setor privado. Efetivamente, desde a crise financeira que estas figuras têm vindo já a reforçar o seu papel e importância no desenvolvimento do comércio e mercado internacionais, sobretudo no que diz respeito ao *Project Finance*¹¹⁵.

Atenta a sua natureza pública, constata-se que as ECA's e as agências multilaterais de crédito se mostram relativamente imunes à conjuntura económica e financeira, o que lhes confere uma maior capacidade de financiamento em diferentes contextos, quer de mercado, quer políticos¹¹⁶. Pelas mesmas razões, estas agências apresentam-se como uma fonte constante de liquidez e de proteção ao crédito. De igual modo, constata-se que as ECA's conseguem mais facilmente conceder empréstimos de longo prazo, a taxas de juros fixas¹¹⁷.

Para um melhor entendimento de como estas agências podem aliviar as dificuldades trazidas pelo novo quadro regulatório da atividade bancária, passemos em revista o essencial dos contornos contratuais do *Project Finance* sempre que este conta com a sua participação.

Prima facie, é bastante comum não se estipular qualquer prazo máximo de reembolso global e integral do crédito concedido¹¹⁸, o que, em concreto, retira pressão à SPV, no que à necessidade de geração de *cash-flows* diz respeito. A talhe de foice, no que diz respeito à amortização de capital, este é normalmente amortizado mediante transferências de prestações quantitativamente iguais, em períodos de tempo regulares, normalmente nunca inferiores a seis meses. Os objetivos que estão na base deste desenho contratual são claros: (i) por um lado, procura-se evitar que os *cash-flows* sejam aplicados noutros investimentos; (ii) por outro, evitam-se os riscos típicos de ruturas sazonais em matéria de geração de *cash-flows*¹¹⁹.

¹¹⁵ Vide: DEWAR, John, Ibidem, pp. 213; e AZEREDO, A. R., *Financiamento de longo prazo no Brasil: Project Finance como alternativa para a infraestrutura*, 1999.

¹¹⁶ Vide: DEWAR, John, Ibidem, pp. 214.

¹¹⁷ As taxas de juro são normalmente fixas e mínimas, pese embora terem que corresponder à taxa dos juros comerciais de referência. Ainda no que respeita aos juros, estes não devem ser capitalizados durante o prazo de reembolso e devem ser pagos pelo menos com uma periodicidade de seis meses.

¹¹⁸ Contudo, para determinados setores, existem prazos de reembolso, embora, mesmo aí, continuem a ser relativamente dilatados. Por exemplo, o prazo máximo de reembolso para os créditos concedidos no âmbito das usinas de energia é normalmente de 12 anos.

¹¹⁹ Sobre os reembolsos, destaca-se ainda o facto de o primeiro reembolso do crédito dever ser feito nunca para lá do prazo de seis meses após o que é o chamado “ponto de partida”.

Mas nem só as vantagens associadas ao financiamento justificam o sucesso e o sucessivo recurso às *ECA's* e às agências multilaterais de crédito para financiamento de investimentos do gênero do *Project Finance*. Também em matéria de riscos, muito especialmente os riscos políticos e de mercado, estas agências apresentam virtudes. Desde logo, por estarem umbilicalmente ligadas aos governos, estas agências estão efetivamente melhor posicionadas para proteger o projeto dos riscos políticos e económicos, tais como alterações legislativas, fiscais, interferências governamentais no projeto ou ainda revogação de licenças previamente emitidas. Por causa disso, ou por consequência, as *ECA's* e as agências multilaterais de crédito tendem a aceitar investir, com menor resistência, em contexto de riscos políticos¹²⁰. Ainda no âmbito destas características, elas conseguem igualmente prevenir-se contra o risco de violação de compromissos por parte dos governos.

Por fim, há todo um conjunto de vantagens associadas às *ECA's* e agências multilaterais de crédito que também podem contribuir substancialmente para o *Project Finance*, ainda que de uma forma menos direta ou evidente. Por um lado, estas agências são conhecidas por promoverem boas práticas comerciais, nomeadamente ao nível do escrutínio e análise de risco e exigência de prestação de informações. Por outro lado, pela experiência adquirida ao longo de décadas, em vários e diversificados pontos do globo, estas agências detêm um grande *know-how* nas mais diversas vertentes do *Project Finance*. Ora, da soma das boas práticas com o escrutínio e transparência por elas exigido, resulta uma contribuição decisiva destas agências para escolhas racionais e para a otimização dos recursos disponíveis. Além disso, todos estes fatores proporcionam também elevados níveis de confiança nos demais sujeitos do contrato o que, em última instância, proporciona um clima de confiança no projeto absolutamente determinante para a sua cabal e boa execução.

¹²⁰ Os riscos que tradicionalmente as *ECA's* e as agências multilaterais de crédito costumam assumir são os relativos a violência política, (guerra, ação militar, revoluções, distúrbios civis, terrorismo e sabotagem) expropriação (incluindo requisição, congelamento de bens, imposição discriminatória, cancelamento injustificado ou não renovação das autorizações, imposição de uma nova exigência para um consentimento) e, ainda, risco de transferência, ou seja, a incapacidade da SPV para obter quantidades necessárias de moeda estrangeira devido à imposição de controles de câmbio ou devido a uma moratória ou qualquer ação semelhante que eventualmente se declare ou tome pelo governo do país onde o projeto está a ser executado.

3.7 – Considerações finais sobre as vias de superação às dificuldades impostas pelo novo quadro regulatório

Conforme pudemos verificar, existem diversas possibilidades para continuar a acreditar no *Project Finance* como um modelo de investimento viável e com futuro. Julgamos que ficou devidamente fundamentado que o novo quadro regulatório, e as dificuldades de financiamento de longo prazo por ele impostas, não irá afetar fatalmente o *Project Finance*.

Atendendo às muitas variáveis subjacentes aos concretos projetos, verifica-se não ser possível teorizar modelos abstratos de superação desses desafios. Assim, para cada específico projeto existirão umas vias mais adequadas do que outras. Porém, a ideia importante a reter é a de que existem efetivamente alternativas e essas alternativas vão continuar a manter vivo um modelo que ao longo de décadas se tem mostrado viável e profícuo.

Todavia, atenta a natureza e essência deste modelo contratual, *i. e.*, a capacidade que ele tem de, por si, com o produto dos *cash-flows* gerados¹²¹, restituir todos os créditos a si alocados, umas há que respeitam mais aquela essência do que outras. Nestes termos, propostas de viabilização do projeto como a livre cessão de créditos e dívidas, os *Project Bonds* ou o reforço das garantias que onerem apenas o projeto respeitam mais essa sua essência, do que propostas como um incentivo ao nível de apoios concedidos pelo Estado ou garantias alicerçadas na responsabilização de patrimónios manifestamente alheios ao património de que se constitui o projeto.

Considerando que o nosso esforço consiste também em “defender” o *Project Finance* na sua pureza e ideia original, pois só assim será possível evitar que ele resvale para outra figura completamente distinta de financiamento, cremos que o futuro deste modelo contratual deverá passar, essencialmente, por reforçar os mecanismos de financiamento e garantia de riscos que não ofendam aquele núcleo primordial e fundamental.

¹²¹ Com a ressalva das situações de *limited recourse*, em que o financiamento pode, embora com limitações, ser restituído com recurso a outras formas de pagamento que não as exclusivamente geradas pelo projeto e, ainda, as de *full recourse*, modalidade que se assemelha bastante aos financiamentos de base tradicional.

VI – Conclusão

Conforme afluído aquando da introdução à presente tese, somos da opinião de que o novo quadro regulatório da atividade bancária não determina necessariamente a remessa do *Project Finance* para o museu das antiguidades contratuais. No nosso entendimento, existem diversas vias alternativas de financiamento para explorar, logrando com isso manter o *Project Finance* como um dos melhores, senão mesmo o melhor parceiro contratual e motor do desenvolvimento dos países.

Os Acordos de Basileia III trouxeram o fim de um paradigma de concessão de crédito e análise de risco. Porém, não acarretam o fim dos investimentos, porque isso seria contrário às mais elementares regras da natureza da organização política e económica da sociedade, baseada numa lógica de poupança para investimento, investimento para produção, produção para consumo e consumo para bem estar (Neste sentido, às certezas da morte e dos impostos, ditadas certo dia por BENJAMIN FRANKLIN, deveríamos acrescentar também o investimento).

Os Acordos de Basileia III representam uma mudança ou, se quisermos, um aperfeiçoamento do paradigma financeiro. Nestes termos, o *Project Finance* terá de se adaptar a esse paradigma para sobreviver, pois, como bem sintetizou CHARLES DARWIN, “na vida, não são os mais fortes ou os mais inteligentes que sobrevivem, mas os que melhor se adaptam às circunstâncias.”¹²². Assim, apesar de o *Project Finance* ter sido inteligentemente desenhado e ter, ao longo do tempo, dado mostras de ser um sólido modelo de investimento, o novo contexto impõe-lhe capacidade de adaptação.

No geral, julgamos que o futuro do *Project Finance* deverá passar por uma paulatina libertação do financiamento bancário direto. A fim de não se desvirtuar a sua essência de projeto talhado para se pagar a si próprio com os *cash-flows* (ressalvadas nuances em regime de *limited* e *full recourse*), manifestamos algumas reservas a soluções que impliquem garantias e responsabilidades com recurso a patrimónios manifestamente alheios ao património integrador do projeto, e, outrossim, a garantias estatais completamente estranhas

¹²² In: A Origem das Espécies.

ao projeto, de que se destacam os benefícios de natureza fiscal e demais apoios governamentais.

Portanto, para continuar a manter vivo o *Project Finance* e viva a sua ideia original pura (especialmente *non recourse*), julgamos, em síntese, que o futuro deverá passar por estimular o desenvolvimento dos *Project Bonds*, o que inclui aprofundar também vias para atrair mais e diversificados perfis de investidores, que não apenas os institucionais, procurar criar um quadro contratual de livre cessão de créditos e dívidas e, de igual forma, procurar explorar e desenvolver as garantias contratuais que onerem apenas o património do projeto, o que, conforme vimos, poderá passar grandemente por atrair o setor segurador a cobrir mais e diferentes riscos deste.

Bibliografia:

ABREU, Luís Vasconcelos, *Os Sindicatos Bancários no Direito Português*, in: AAVV., Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Volume II – Direito Bancário, Almedina, 2002.

AHMED, Priscilla Anita; FANG, Xinghai, *Project Finance in Developing Countries*, World Bank, 1999.

ACCENTURE, *Basel III Handbook*, Accenture, 2011. Disponível em: <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Basel-III-Handbook.pdf>.

ACHONWA, Jeremiah, *What Are The Elements Of Security In Project Finance And How Does It Limit The Lenders Exposure To Project Risks?*, University of Dundee.

AZEREDO, Andrea Rangel de, *Financiamento de Longo Prazo no Brasil: Project Finance como Alternativa para a Infra-estrutura*, Rio de Janeiro: UFRJ/ COPPEAD, 1999.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: A global regulatory Framework for more resiliente banques and banking systems*, junho de 2011.
Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: international framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, dezembro de 2010.
Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for the Management of Credit Risk*, Basileia: BCBS, 2000.
Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs75.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *The Basel Committee's response to the financial crisis: report to G20*, outubro de 2010.
Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs179.pdf>.

BERGER, Allen N.; MOLYNEUX, Philip; WILSON, Jonh O.S., *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford Handbooks in Finance, 2.^a Edição, 2014.

BONOMI, Cláudio A.; MALVESSI, Oscar, *Project Finance no Brasil – Fundamentos e Estudo de Casos*, Atlas, 3.^a Edição, 2008.

CÂMARA, Paulo, *Crise Financeira e Regulação*, Revista da Ordem de Advogados, III/IV, pp. 698-728, 2009.

CÂMARA, Paulo; MAGALHÃES, Manuel (coord.), *O Novo Direito Bancário*, Almedina, 2012.

CANNATA, Francesco; QUAGLIARIELLO, Mario, *Basel III and Beyond*, Risk Books, 2011.

CASU, Barbara; GIRARDONE, Claudia; MOLYNEUX, Philip, *Introduction to Banking*, Pearson, 2.^a Edição, 2015.

CHORAFAS, Dimitris N., *Basel III, the Devil and Global Banking*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, 2011.

CORDEIRO, Menezes A., *Manual de Direito Bancário*, Almedina, 5.^a Edição, 2014.

COSTA, Carlos, *A supervisão enquanto mecanismo de promoção e salvaguarda da estabilidade financeira*, Banco de Portugal.

CRANSTON, Ross Q.C., *Principles of Banking Law*, Oxford, 1997.

DAILAMI, Mansoor; KOGOD, Robert Hauswald, *The Emerging Project Bond Market: Covenant Provisions and Credit Spreads*, World Bank Policy Research Working Paper 3095, 2003.

DAILAMI, Mansoor; KOGOD, Robert Hauswald, *Contract Risks and Credit Spread Determinants in the International Project Bond Market*, World Bank Institute-Governance, Regulation, and Finance Division, 2001.

DELMON, Jeffrey, *Project Finance, BOT Projects and Risk*, Kluwer Law, Aspen Publishers, 2005.

DEMIRAG, Istemi; KHADAROO, Iqbal; STAPLETON, Pamela; STEVENSON, Caral, *Risks and the financing of PPP: Perspectives from the financiers*, The British Accounting Review, Vol. 43, n.º 4, 2011.

DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, Oxford University Press, 2011.

DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, in AAVV., Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho - Miscelâneas, nº3, Almedina, 2004.

EIRIS, SEE risk briefing: *Project Finance: a sustainable future?*, 2006. Disponível em: http://www.banktrack.org/manage/ems_files/download/project_finance_a_sustainable_future/_seeriskprojectfinancejul06.pdf.

FERREIRA, Bruno, *Mecanismo de Garantias em Project Finance*, in Temas de Direito Comercial, Almedina Coimbra, 2009.

FERREIRA, Bruno; ROCHA, Diogo Leónidas, *A essência do Project finance*, *Semanário Económico*, 2008.

FIGHT, Andrew, *Introduction to Project Finance*, Elsevier Limited, 2004.

FINNERTY, J.D., *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, Wiley Financial Series, 3.ª Edição, 2013.

GARDNER, David; WRIGHT, James, *Project Finance - HSBC Global Banking and Markets*, Capítulo 12. Disponível em:

<http://www.hsbcnet.com/gbm/attachments/products-services/financing/project-finance.pdf>.

GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Academic Press Inc., 2.^a Edição, 2011.

GUEDES-VIEIRA, Manuel, *Introdução aos Seguros*, Vida Económica, Almedina, 2012.

HOFFMAN, L. Scott, *The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants*, Cambridge University Press, 3.^a Edição, 2007.

HOWCROFT, Barry; FADHLEY, Sabah, *Project Finance: A Credit Strategy Based on Contractual Linkages*, Loughborough University Banking Centre, 1996.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Monetary and Capital Markets Department - Global Financial Stability Report*, 2012: The Quest for Lasting Stability, Washington, DC: International Monetary Fund, 2012.

Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf>.

IZAGUIRRE, Ada Karina, *Assessment of the Impact of the Crisis on New PPI Projects*, World Bank, Washington, 2009. Disponível em:

<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/10982>.

JOSEPH, Ciby, *Credit Risk Analysis: A trust with strategic prudence*, McGraw Hill Education (India) Private Limited, 2005.

KRICHEFF, Robert S., *How to Analyze and Use Leveraged Finance Bonds for Project Finance*, FT Press, 2012.

LEE, ASHLEY, *How Basel III impacts ECA-backed project finance*, International Financial Law Review, Artigo de 4 de julho de 2014.

LEITÃO, Luís Manuel de Menezes, *Cessão de créditos*, Almedina, 2005.

LIIKANEN, Eric, *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Final Report, Bruxelas, outubro de 2012.

LUCAS, Cristina Galvão, *Floating Charges*, Policopiado, 2002.

MALLOY, Michael P., *International Project Finance: Risk Analysis and Regulatory Concerns*, Pacific McGeorge School of Law, 2004. Disponível em:
<http://digitalcommons.mcgeorge.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1024&context=facultyarticles>.

MALLOY, Michael P., *Principles of Bank Regulation*, West Academic Publishing, 3.^a Edição, 2011.

MERNA, A.; NJIRU, Cyrus, *Financing Infrastructure Projects*, Thomas Telford Publishing, 2002.

NATIONAL TREASURY, PPP Manual, *Introductory Manual on Project Finance for Managers of PPP Projects*, Module 9, 2001.

NORTON ROSE, Publications, *Basel III - A fundamental turning point in the design of financial regulation*, 2010.

Disponível em: <http://www.nortonrosefulbright.com/>.

MOODY'S, Moody's Special Comment: *Key Credit Risks of Project Finance*, Moody's Investors Service, Global Credit Research, 1998.

NARBEL, Patrick A., *The Likely Impact of Basel III on a Bank's Appetite for Renewable Energy Financing*, Norwegian School of Economics Dept. of Business and Management Science Discussion Paper n.º 2013/10, 2013.

NEVITT, P. K.; FABOZZI, F. J.; NAHLIK, Carmel de, *Project Financing*, Euromoney Books, 8.ª Edição, 2012.

RAHMAN, I. A.; MEMON, A. H.; ZULKIFFI, N. M., *Failure Reasons of PPP Infrastructure Projects: Case Study of Kuala Lumpur LRT Project*, Life Science Journal, 11(7): 238-246, 2014.

RHODES, Tony, *Syndicated Lending: Practice and Documentation*, Euromoney Institutional Investor, 5ª Edição, 2009.

RUSSELL, Henry; LEIGLAND, James, *Another Lost Decade? Effects of the Financial Crisis on Project Finance for Infrastructure*, in: World Bank Other Operational Studies N.º10541, 2009.

SANTOS, Luís Máximo dos, *Regulação e Supervisão Bancária*, in: **MORAIS, Luís Silva; FERREIRA, Eduardo Paz; ANASTÁCIO, Gonçalo** (coord.) – *Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo*, Almedina, 2009.

SCANNELLA, Enzo, *Bank Lending in Project Finance: The New Regulatory Capital Framework*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 5, n.º 1, 2013.

SHERMAN, Leslie E., *Introduction to Project Finance, A Guide for Contractors and Engineers*, Business Bulletins, 2002.

SILVERMAN, Eric; BORISOFF, Alexander, *U.S. based funding sought for projects*, Yearbook, Project Finance International, 2012. Disponível em:
[http://www.milbank.com/images/content/6/9/6943/Silverman_Borisoff_U.S. Based Funding Sought_for_Projects_PFI_12_2.pdf](http://www.milbank.com/images/content/6/9/6943/Silverman_Borisoff_U.S._Based_Funding_Sought_for_Projects_PFI_12_2.pdf).

SINN, Hans-Werner, *Risk Taking, Limited Liability and the Competition of Bank Regulators*, NBER Working Paper No. 8669, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2001.

SORGE, Marco; GADANECZ, Blaise, *The term structure of credit spreads in Project Finance*, International Journal of Finance & Economics, 13: 68–81, 2008.

TAN, Willie, *Principles of Project and Infrastructure Finance*, Routledge, 2007.

TINSLEY, Richard. C.R., *Advanced Project Financing: Structuring Risks*, Euromoneybooks, 2.^a Edição, 2014.

WIGGLESWORTH, Robin, *Infrastructure projects face funding gap*, in: *Financial Times*, 2012. Disponível em:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0a3c51ee-9457-11e1-bb0d-00144feab49a.html#axzz3bFoRqAAT>.

WOOD, Philip R., *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, 2008.

WOOD, Philip, *International Loans, Bonds, Guarantees and Legal Opinions*, Sweet & Maxwell, 2007.

WOOD, Philip R., *Project Finance, Securitisations and Subordinated Debt*, Sweet & Maxwell, 2007.

VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Contratos Atípicos*, Almedina, 1995.

VINTER, Graham D.; PRICE, Gareth; LEE, David, *Project Finance*, Sweet & Maxwell, 4.^o Edição, 2013.

VINTER, Graham D.; PRICE, Gareth, *Project Finance: A Legal Guide*, Sweet & Maxwell, 2006.

YESCOMBE, E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, 2002.

Sítios da Internet:

[Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards \("Basel II"\), November 2005.](#)

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

<http://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>.

<http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>.

<http://www.bnef.com>.

http://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/_migrated/content_uploads/2012-05-03_ILF_Conference_-_Bail_in_-_David_Marks_vf2.pdf

http://www.ft.com/intl/cms/s/3956c1a8-e8e5-11e0-ac9c-00144feab49a,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F3956c1a8-e8e5-11e0-ac9c-00144feab49a.html%3Fsiteedition%3Dintl&siteedition=intl&_i_referer=#axzz1oYoTf4tM.

http://www.milbank.com/images/content/6/9/6943/Silverman_Borisoff_U.S._BasedFunding_Sought_for_Projects_PFI_12_2.pdf.

http://www.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0007/36079/Is-the-Cure_AllenChanMilneThomasVersion6..pdf.

<http://www.eib.org/epec/resources/presentations/psf-06062012-presentationnotes-cdp.pdf>.

<http://www.iflr.com/Article/3358235/How-Basel-III-impacts-ECA-backed-project-finance.html>.

<http://www.astrid.eu/DISCIPLINA2/PROJECT-FI/Documenti/Regulatory-Framework-and-Project-Finance---BNP-Paribas.pdf>

https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Long_Term_Financing_for_Growth_and_Development_February_2013_FINAL.pdf.

http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Documents/d9090783da304d0a9cbf446ecd222b61guia_glossario.pdf.

http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/project_example_en.htm.

<http://www.eib.org/products/blending/project-bonds/index.htm>.

<http://www.ft.com/cms/s/0/0a3c51ee-9457-11e1-bb0d00144feab49a.html#axzz3a0q78QbF>.

<https://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/comb20110407.aspx>.

<http://corpgov.law.harvard.edu/2014/12/28/basel-iii-framework-the-net-stable-funding-ratio/>.

<http://www.bis.org/bcbs/basel3/compilation.htm>.