



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

INSTRUMENTOS DE SUBORDINAÇÃO NO ÂMBITO DE PROJECT FINANCE

Rita Neves Machado

Orientação

Professor Doutor Vítor Pereira das
Neves

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Março 2021

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Vítor Pereira das Neves, por todos os conhecimentos transmitidos.

Aos meus colegas e amigos, em especial à Madalena, à Cristina e à Ana, por todas as palavras de incentivo.

À minha família, em especial aos meus Avós e à Inês.

Ao meu Irmão, ao meu Pai e à minha Mãe, pelo apoio incondicional.

A todos, Muito Obrigada.

Abreviaturas

ACE – Agrupamento Complementar de Empresas

AEIE – Agrupamento Europeu de Interesse Económico

BOT – *Build - Operate - Transfer*

PPP – Parceiras Público- Privadas

RCSD – Rácio de Cobertura do Serviço da Dívida

SPV – *Special Purpose Vehicle*

Índice

1. Introdução	4
2. Caracterizações Gerais	5
2.1 <i>Project Finance</i>	5
2.2 Principais Intervenientes	7
3. Formas de Financiamento do Projeto	9
3.1 Capital Próprio	10
3.1.1 <i>Equity Accelaration Clause</i>	14
3.2 Capital Alheio	14
3.3 Dívida Subordinada.....	15
4. Instrumentos de Subordinação	17
4.1 Acordo de Realização e Subscrição de Capital	18
4.2 Cascata dos Fluxos de Caixa	23
4.3 Acordo de Contas	24
4.3.1 Distribuições.....	25
4.4 <i>Intercreditor Agreement</i>	28
5. Conclusão	31
6. Bibliografia	33

1. Introdução

A presente dissertação tem como objetivo a análise dos instrumentos de subordinação a serem incluídos na documentação contratual de estruturas de *Project Finance*.

Dada a sua natureza e a escassa presença de garantias reais, esta forma de financiamento está assente numa união de contratos, muitas das vezes bastante exigentes, o que a torna uma forma de financiamento com base em garantias que têm origem nos diversos contratos assim celebrados.

As entidades financiadoras ao investirem em Projetos desenvolvidos através de estruturas de *Project Finance*, estarão submetidas a uma exposição e a riscos aos quais não estariam submetidas por contraponto com outras estruturas de financiamento, como tal, a necessidade de criação e articulação de variados mecanismos para a sua proteção torna-se vital. Através da escolha correta dos mecanismos de subordinação a serem incluídos nos diversos contratos a serem celebrados, estas entidades poderão estar mais protegidas e seguras com o investimento neste tipo de Projetos, o que trará consequências para todos os intervenientes.

A presente análise encontra-se dividida em três partes essenciais.

Numa primeira fase, iremos proceder a uma caracterização geral do que trata o *Project Finance*, analisando, para o efeito, as suas principais características e os seus principais intervenientes. Seguidamente, passaremos para uma análise das principais formas de financiamento deste tipo de Projetos. Por último, chegaremos ao epicentro da nossa dissertação, onde analisaremos o porquê de existir esta necessidade de inclusão de mecanismos de subordinação, tendo elegido para o efeito o estudo de quatro instrumentos comumente utilizados.

Por fim, tendo em conta a dimensão da presente dissertação, importa referir que existem outro tipo de mecanismos que poderão ser utilizados para concretizar a subordinação dos Promotores do Projeto aos Credores, como tal, a presente análise é restrita aos instrumentos por nós selecionados.

Palavras-chave: *Project Finance*; Projetos; Subordinação; Promotores; Credores.

2. Caracterizações Gerais

2.1 *Project Finance*

O *Project Finance* consiste numa modalidade de financiamento, comumente utilizada para financiar Projetos de capital intensivo, isto é, que pressupõe um investimento em montantes muito elevados. Caracteriza-se por uma forma de financiamento em que a mais importante (e, em muitos casos, até única) garantia dos Credores serão os *Cash Flows* gerados pelo próprio Projeto.

Nas palavras de Gabriela Figueiredo Dias “trata-se, fundamentalmente de uma técnica de captação de recursos financeiros destinados ao suporte e desenvolvimento de um Projeto economicamente autonomizável cujos ativos pertencem a uma empresa criada com o propósito específico de implementar o Projeto”¹.

Os Projetos realizados através de *Project Finance* são realizados, frequentemente, na forma de *nonrecourse*. O que tal indica é que o reembolso e a remuneração dos financiadores/investidores do Projeto assentam única, e exclusivamente, no mérito do Projeto e, principalmente, na capacidade deste de gerar fluxos de caixa com um valor suficiente para fazer face às despesas associadas à construção do mesmo.

Como o financiamento é gerado através desta perspetiva *nonrecourse*, à partida, não existe qualquer obrigação legal dos Promotores de pagarem a dívida aos Credores, ou pelo menos estes últimos não têm qualquer tipo de garantia de que tal aconteça².

O que acontece para evitar esta pouca segurança que daqui pode surgir é um envolvimento contratual muito forte para que, desta forma, os Credores tenham algum tipo de segurança de que os fundos que disponibilizaram para o Projeto vão ser reavidos e que os Promotores vão aplicar os seus melhores esforços no sucesso do Projeto³.

Ter um Projeto puramente *nonrecourse* acarreta alguma insegurança, e por essa mesma razão, normalmente não acontece. Se os Credores não têm qualquer tipo de segurança que

¹ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)* in «Série Miscelâneas do IDET n.º3», Coimbra, Almedina, 2004, p. 115.

² HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance* (2.ª Edição), Holanda, Kluwer Law International, 2001, p. 6.

³ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 7.

o dinheiro que investem num Projeto será reavido não investirão, o que da perspetiva dos Promotores também não é ideal. Como tal, o que acontece na maior parte das vezes é existir um financiamento *limited-recourse*⁴.

Aquilo que entidades financiadoras e financiadas procuram é que o Projeto resulte isolado de tudo o resto, ou seja, cada uma das partes suporte o risco que lhes cabe associado ao Projeto, mas que não arrisque mais do que isso e que este não seja contaminado com riscos que lhe são externos.

Os mecanismos utilizados em *Project Finance* não são por si só inovadores, o que torna esta forma de financiamento inovadora é a utilização de todos estes mecanismos numa só forma de financiamento, que assenta maioritariamente nos fluxos de caixa gerados pelo empreendimento⁵.

Pressupõe um investimento muito significativo num período inicial que depois será pago através de receitas antecipadas e razoavelmente certas. Distingue-se da forma tradicional de financiamento intitulada de *Corporate Finance*, pois nesta última os bancos assentam a sua expectativa na capacidade patrimonial do Mutuário, vista como um todo, e não na análise autónoma do Projeto em si.

Para além da limitação dos riscos que lhe está inerente, este é também um dos objetivos do *Project Finance*, evitando que existam repercussões dos custos em que incorrem com o Projeto nos respetivos balanços das sociedades promotoras, isto é, permitindo assim que o desenvolvimento do Projeto funcione numa base dita *off balance sheet*⁶.

Esta forma de financiamento é utilizada tanto por Entidades Privadas como por Entidades Públicas, neste último caso dando origem, em alguns casos, às denominadas *Parcerias Público-Privadas*.

⁴ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 8.

⁵ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 117.

⁶ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 116.

2.2 Principais Intervenientes

Os Promotores do Projeto (*Sponsors*) são quem está na origem e dá a vida ao mesmo. Normalmente para o mesmo Projeto existe mais do que um Promotor e pode acontecer que estes sejam sociedades de diferentes Nacionalidades. Tratam-se normalmente de Entidades Privadas de alguma dimensão e experiência empresarial desenvolvida, idealmente, na área na qual o tipo de Projeto se encontra.

Têm como principal objetivo a obtenção do lucro gerado pela operação do Projeto a desenvolver. No entanto, esta não é a única razão para o seu envolvimento. Razões como a vontade de realizar Projetos ambiciosos *off balance sheet*, a partilha dos riscos inerentes e ainda a vontade de diversificação da atividade empresarial, têm sido apontadas como as mais comuns⁷.

Os Promotores, e em especial as suas características, são de extrema importância, uma vez que ditarão o interesse, ou não, dos Credores no Projeto. Habitualmente, os Credores de Projetos financiados através de *Project Finance* valorizam Promotores que tenham experiência na área em que o Projeto se está a desenvolver e se mostrem efetivamente comprometidos com o mesmo. Desta forma, podem providenciar algum tipo de suporte técnico que o Projeto requiera.

Ser-lhes-á, igualmente, exigido que estejam dispostos a investir capital na SPV para, assim, aumentar o seu interesse e empenho em que o Projeto tenha sucesso, sabendo que, à partida, o montante investido pelos Promotores tenderá a ser o primeiro a ser perdido e o último a ser recuperado.

Embora não seja um fator decisivo, será conveniente que estas entidades tenham algum “músculo financeiro” para assim, conseguirem suportar o Projeto caso este passe por alguma dificuldade⁸. Um Projeto que pareça viável, mas que não tenha como Promotores entidades com alguma credibilidade, mesmo sendo do tipo *nonrecourse*, provavelmente não obterá financiamento necessário para o seu desenvolvimento⁹.

⁷ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 130.

⁸ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance (2.ª Edição)*, Estados Unidos da América, Academic Press, 2014, p. 30.

⁹ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 31.

Para conseguir levar a cabo esta característica essencial do *Project Finance*, de desenvolver o Projeto *off balance sheet*, será criada uma nova entidade. A esta mesma empresa dá-se a designação de *Special Purpose Vehicle*, habitualmente intitulada de SPV. Embora conceitualmente a sua utilização nem sempre seja necessária, acaba por ser uma solução quase invariavelmente adotada, uma vez que se mostra a forma juridicamente mais eficaz de isolamento de riscos subjacente a qualquer *Project Finance*. Acresce que, quando se verifica a existência de mais do que um Promotor do Projeto, torna-se, também por esta via, praticamente impossível a inexistência de uma SPV que agregue as participações de todos os Promotores envolvidos¹⁰.

Esta SPV pode assumir várias formas. Regra geral, adota a forma de sociedade comercial, mas também poderá assumir as formas de consórcio, agrupamento europeu de interesse económico (AEIE) e agrupamento complementar de empresas (ACE)¹¹, por exemplo, desde que a forma da sua estruturação seja de molde a assegurar o isolamento de riscos que é inerente a este tipo de operações.

Já quanto aos financiadores do Projeto, estes contribuem para o financiamento do mesmo emprestando dinheiro e esperando um reembolso desse capital acrescido de juros¹². Estas entidades tanto podem ser bancos, como todo o tipo de outras entidades capazes de providenciar dívida. Tanto podem ser nacionais do local onde o Projeto está a ser edificado, como entidades estrangeiras. É também usual que, pelo menos em certas jurisdições, os Credores sejam estrategicamente escolhidos de acordo com a sua Nacionalidade, para desta forma desencorajar o governo do País do Projeto a realizar atos de expropriação ou outro tipo de ato discriminatório¹³.

Por fim, quando se trata de *Parcerias Público-Privadas* (PPP) existem outros intervenientes que serão as Entidades Públicas. O seu interesse neste tipo de Projetos prende-se, maioritariamente, com a satisfação de necessidades dos cidadãos e a impossibilidade de fazer face a despesas tão avultadas.

¹⁰ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 117.

¹¹ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 130.

¹² DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 131.

¹³ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 104.

Outras das grandes razões que podem levar ao envolvimento das Entidades Públicas neste tipo de Projeto é a transferência do risco para as Entidades Privadas. Desta forma o risco corre pelos Promotores do Projeto e no final da elaboração do mesmo, passa para o domínio do Estado através de operações *Build – Operate – Transfer (BOT)*¹⁴.

Neste caso a SPV nunca será realmente detentora do Projeto, tendo apenas como principal objetivo a obtenção de lucro com a construção do mesmo. O que muitas das vezes acontece é a existência de um *leasing* por parte da sociedade(s) Promotora(s). Esta estrutura permite que, quando estamos perante obras que pertencem ao domínio público possam ser construídas por Entidades Privadas, como é o exemplo de pontes, túneis ou até autoestradas.

Desta forma o Projeto pode ser executado por Entidades Privadas, mas a sua posse pertence a uma Entidade Pública¹⁵.

3. Formas de Financiamento do Projeto

O financiamento de Projetos através do *Project Finance* é, pela sua natureza, um mecanismo que comporta alguma complexidade, existindo muitos intervenientes diretos, muitas partes envolvidas e uma necessidade de aplicação de elevados montantes de capital que tende a ser constante durante um alargado período de tempo. Como tal, e dada esta complexidade por si só inerente a esta forma de financiamento, a forma como são obtidos fundos para o Projeto deverá, sempre que possível, ser simples. Sempre que haja possibilidades de não envolver muitas partes no financiamento do Projeto, tal deve ser tido em conta para assim evitar possíveis problemas entre os vários Credores¹⁶.

Pelas razões já indicadas acima, os Credores exigem sempre que o financiamento do Projeto não seja realizado única e simplesmente através de dívida, e exigem que uma parte, habitualmente muito minoritária, do financiamento do Projeto seja realizado

¹⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 130.

¹⁵ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 105.

¹⁶ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 314.

através de capital contribuído pelos Promotores¹⁷. Mesmo quando os Promotores são entidades com capacidade financeira para contribuir com o seu próprio dinheiro diretamente para o capital social da sociedade, preferem, normalmente, contribuir através de outras formas alternativas, incluindo em especial empréstimos que realizam à SPV¹⁸.

Desta forma, conseguem obter um reembolso do capital investido mais célere do que através do pagamento dos dividendos. No entanto, os Credores irão sempre exigir que este pagamento seja subordinado ao seu, isto é, como princípio geral, os Promotores apenas serão pagos após o pagamento dos Credores ou, pelo menos, num cenário em que os Credores estejam a receber tudo quanto lhes seja devido e que o pagamento aos Promotores não ameça esse continuado cumprimento no futuro¹⁹.

3.1 Capital Próprio

Este tipo de Projetos é financiado através de contribuições de capital que contribuirão para o Capital Próprio da SPV. Nas palavras de José Engrácia Antunes, “o financiamento através de Capital Próprio caracteriza-se por resultar de meios financeiros que são fornecidos à sociedade pelos seus próprios Sócios”²⁰. A sua importância não é tão relevante como nas restantes operações, pelo menos não pelas mesmas razões, pois o valor fornecido à sociedade pelos seus Sócios não é tão elevado como aquele fornecido através de capital alheio. No entanto, tem um papel muito relevante especialmente no período inicial do Projeto. É usado para financiar o planeamento, o estudo da viabilidade e a preparação do plano de negócio que mais tarde será entregue aos Credores²¹.

As contribuições para o Capital Próprio podem ser realizadas de várias formas. Em primeiro lugar, podem ser realizadas em dinheiro, logo no início do Projeto, *pro rata* ou ainda após a dívida ter sido investida. Podem ser investidas através de equipamento ou

¹⁷ DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, Estados Unidos da América, Oxford University Press, 2011, p. 34.

¹⁸ *Shareholder loans*.

¹⁹ DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, ob. cit., p. 34.

²⁰ ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, Porto, 2015, p. 357.

²¹ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Estados Unidos da América, Academic Press, 2013, p. 217.

serviços com que os Promotores contribuem para a SPV, através de dívida subordinada, ou ainda, através de dívida convertível²².

A existência de uma quantia significativa de Capital investido na sociedade tornará o Projeto mais seguro para os Credores. Quanto mais elevado for o Capital Próprio, maior será o risco para os Promotores e, assim, a probabilidade de desinteresse dos mesmos pelo Projeto em desenvolvimento diminuirá, o que em última análise diminui, igualmente, o risco dos Credores, que já é por si só, bastante elevado²³.

Se a SPV fosse inteiramente independente dos Promotores, poderia haver tendência para algum desleixo e abandono do Projeto, daí esta exigência de entrada de Capital, para garantir que são aplicados os melhores, e mais eficientes, esforços no sucesso do Projeto²⁴.

No contexto de *Project Finance* o conceito de Capital Próprio não é tão claro como aquele usado noutra tipo de situações, tomando por base exclusivamente a forma e a respetiva contabilização. Habitualmente, o que acontece neste contexto é que existe uma mistura entre capital que será contabilizado como Capital Próprio, no sentido exato da expressão, e dívida subordinada, sendo desta mesma mistura de capital financiado de diferentes maneiras, associadas a eficazes instrumentos de subordinação dos interesses dos Promotores aos dos financiadores, que se obtém o que, na perspetiva dos financiadores, constitui o Capital Próprio (*Equity*).

É por isso frequente que na maioria dos Projetos as contribuições exigidas aos Promotores sejam realizadas através de dívida subordinada, recorrendo à figura dos suprimentos, e não através de contribuições de capital. Isto deve-se ao facto de existir uma preocupação com o *Dividend Trap*, porque são Projetos que demoram muitos anos a ser desenvolvidos e a começarem a gerar receitas e também devido ao facto de que na maioria dos países, os juros pagos pela SPV relativos à dívida providenciada pelos acionistas serem fiscalmente dedutíveis, como custos no âmbito da própria SPV, ao passo que o pagamento de dividendos não é²⁵.

²² TINSLEY, Richard. C.R., *Advanced Project Financing: Structuring Risks* (2.ª Edição), Inglaterra, Euromoney Institutional Investor PLC, 2014, p. 67.

²³ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 21.

²⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 145.

²⁵ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 316.

Por regra, para o cálculo da remuneração do capital, a taxa interna de retorno (*Equity IRR*) será a mais utilizada, no entanto, podem ser aplicadas outras formas de cálculo do retorno do capital²⁶.

A taxa de retorno será calculada com base no dinheiro investido. Neste caso o que importa para estas contas será o momento em que o dinheiro é pago aos Promotores e não quando o Projeto gera dinheiro. Dada a natureza desta forma de financiamento pode existir um *gap* significativo entre estes dois momentos porque os Credores exigem que o dinheiro que em abstrato poderia ser libertado para os Promotores seja mantido numa ou várias contas de reserva, apenas sendo libertadas quando condições habitualmente exigentes relativas à maturidade do Projeto e à sua saúde financeira estejam satisfeitas (o que é aferido uma ou duas vezes por ano, com base nos resultados anuais ou semestrais que o Projeto gera)²⁷. Logo, o Projeto poderá já estar a gerar lucros, mas estes ainda não terem sido distribuídos aos seus Promotores, porque ainda não se verificaram as condições acordadas com os Credores para que estes aceitem a libertação dos fluxos em causa e, assim, que os mesmos deixem de responder pelos respetivos créditos.

De forma a calcular o retorno do seu investimento, e dada as especificidades do Capital Próprio neste tipo de Projetos, os Promotores não usam a taxa interna de retorno (*Simple Equity IRR*), usam a *Blended Equity IRR*, que representa a remuneração tanto do Capital Próprio como da dívida subordinada. Caso seja esta a estrutura usada, nos primeiros anos do Projeto, os Promotores serão remunerados pela contribuição para a dívida da Sociedade (dívida subordinada), e só nos últimos anos de existência do Projeto é que receberão dividendos.

Segundo a terminologia própria das operações de *Project Finance*, tanto uma forma de remuneração como a outra são consideradas “Distribuições” (*Distributions*) e por norma os Credores não se opõem a que as contribuições dos Promotores sejam realizadas de uma forma ou de outra, pois o pagamento a ambas é regulado da mesma forma²⁸, assim como é igual o impacto que o pagamento em causa tem para os direitos dos referidos Credores.

²⁶ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 314.

²⁷ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 314.

²⁸ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 316.

O *timing* em que as contribuições de capital são realizadas terá consequências no cálculo do retorno dos investidores. São apontados três momentos em que estas contribuições podem acontecer.

Uma primeira alternativa será os Promotores contribuírem com capital para a SPV ainda antes de existir um empréstimo concedido pelos bancos²⁹.

A segunda alternativa será apenas contribuir com Capital Próprio após a utilização total do crédito concedido pelas entidades de financiamento³⁰. Esta forma de contribuição por parte dos Promotores é a menos comum, porque assenta na sua fiabilidade aumentando, mais uma vez, o risco de incumprimento, o que não será do agrado dos Credores. Por um lado, isso significaria que o risco de crédito dos Credores seria ainda mais elevado, pois não teriam qualquer garantia de que as contribuições fossem realizadas, e por outro, o facto de muitas vezes, existir mais do que um Promotor não garante aos Credores qualquer tipo de segurança³¹.

Por fim, temos as contribuições de capital através de uma cláusula que estabeleça pagamentos *pari passu* e *pro-rata*. É realizado um calendário de contribuições que tem de ser aprovado pelos Credores, sendo algumas vezes exigido aos Promotores que apresentem garantias adequadas da disponibilidade de recursos para cobrir os pagamentos futuros.

Todas estas três opções apresentam tanto vantagens como desvantagens, mas o que irá pesar na escolha de cada uma será a aversão dos Credores ao risco.

Somente no caso de os Promotores se apresentarem como entidades com fortes poderes de negociação e alta solvabilidade é que os Credores se sentirão confortáveis para não admitir as contribuições para o Capital Próprio logo nos primeiros momentos do Projeto.

²⁹ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 217.

³⁰ *Paying in the remaining capital after the loan facility has been fully utilized.*

³¹ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 218.

3.1.1 *Equity Acceleration Clause*

Pode também existir uma medida excepcional que se trata de uma *Equity Acceleration Clause*³² que, como o próprio nome indica, consiste numa exigência que pode ser feita por parte dos Credores de pagamento imediato do valor que está em falta referente às contribuições comprometidas para o Capital Próprio.

Esta medida poderá ser posta em prática caso o Projeto se encontre em incumprimento e está limitada à existência de certos casos de incumprimento que estarão elencados nos contratos de crédito³³.

3.2 Capital Alheio

São meios financeiros que são disponibilizados à Sociedade por terceiros, não pelos seus próprios Sócios³⁴ e constitui a principal forma de financiamento deste tipo de operações.

Esta categoria abarca todo o tipo de financiamento, tanto através de financiamento bancário como de obrigações e operações de *leasing*, sendo necessário que as entidades financiadoras, vistas na sua globalidade, tenham a envergadura comercial necessária para suportar tanto o capital avultado necessário para a constituição do Projeto, como o prazo de maturidade e reembolso da dívida que é bastante alargado, tendendo a corresponder com parte substancial da vida útil do Projeto financiado e que pode, em não poucos casos, ascender a 30 anos³⁵ ou mais.

Como a existência de dívida subordinada é tão comum neste tipo de Projetos, os Credores são normalmente referidos como os “Credores seniores” para assim ser possível distingui-

³² GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 219.

³³ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 219.

³⁴ ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, ob. cit., p. 358.

³⁵ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 116.

los dos Credores subordinados³⁶. O facto de ser considerada sénior, significa que será a primeira a ser paga, caso o Projeto entre em processo de liquidação³⁷.

3.3 Dívida Subordinada

Em *Project Finance* impera o princípio do *ring fence*, que permite que os Promotores evitem qualquer tipo de resultado não expectável no seu próprio balanço, conseguindo assim limitar o risco do Projeto, única e exclusivamente ao dinheiro aqui investido³⁸.

Nesta forma de financiamento tal princípio é de grande importância, uma vez que permite aos Promotores do Projeto salvaguardarem o seu património e qualquer oscilação na condição económica do mesmo e, conseqüentemente, na SPV, conseguindo que não tenha impacto relevante no seu balanço, pois não é dada qualquer tipo de garantia pessoal ou real sobre o seu património. Desta forma, além do que se tenham comprometido a investir no Projeto os Promotores terão, à partida, o remanescente do seu património salvaguardado³⁹.

No entanto, como se disse acima, os Credores exigem sempre um grau de envolvimento dos Promotores no capital da SPV com o intuito de criarem, de alguma forma, um envolvimento destes últimos no sucesso do Projeto.

A participação dos Promotores ronda valores não muito elevados, normalmente entre 15% a 20%, (percentagem alargada na perspetiva de Andrew Fight, entre 15% e 50%⁴⁰) mas trata-se de uma forma dos Credores garantirem que o Projeto é seguido de forma eficiente, o que será também do interesse dos Promotores, uma vez que eles próprios contribuem e, assim, arriscam as suas contribuições para o Capital Próprio da Sociedade⁴¹.

³⁶ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 316.

³⁷ FIGHT, Andrew, *Introduction to project finance*, Inglaterra, Butterworth-Heinemann, 2006, p. 34.

³⁸ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 136.

³⁹ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 136.

⁴⁰ FIGHT, Andrew, *Introduction to project finance*, ob. cit., p. 52.

⁴¹ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)*, ob. cit., p. 136.

Os Promotores ao contribuírem com capital social para a SPV serão remunerados através do pagamento de dividendos, porém, apenas são pagos após todos os direitos das restantes partes tenham sido satisfeitos.

Em alternativa, e com o intuito de evitar os longos períodos durante os quais a SPV não irá distribuir dividendos, os Promotores optam por contribuir através de dívida subordinada, recorrendo à figura dos suprimentos. Esta será sempre paga após o pagamento dos Credores seniores, e com sujeição à verificação das demais condições fixadas nos contratos de financiamento celebrados, mas na perspectiva dos próprios Promotores torna-se mais apelativo, pois conseguem uma remuneração para além dos dividendos, evitando assim o *Dividend Trap*⁴².

Os Promotores optam por financiar o Projeto através de uma combinação de Capital Próprio e de dívida. Ao contribuírem com dívida subordinada, os Promotores conseguem garantir um reembolso do investimento feito e uma remuneração que não conseguiriam contando apenas com o pagamento de dividendos. Mesmo sendo pagos apenas após os Credores seniores, são pagos em momento anterior e de outra forma relativamente aos dividendos que irão, a final, receber como remuneração do capital social investido⁴³.

A dívida subordinada será sempre paga após os Credores seniores serem pagos e antes do pagamento de dividendos aos Sócios. É normalmente providenciada a uma taxa de remuneração fixa e entre Credores e Promotores é tratada como Capital Próprio.

Em alguns casos, verifica-se também a existência de outro tipo de dívida subordinada que poderá ser providenciada por outro tipo de entidades, como é o caso das companhias de seguros ou fundos de investimento especializados⁴⁴. Este tipo de dívida, proporcionado por outro tipo de entidades, pode ser referido como *Mezzanine Debt*. Desta forma, é possível distinguir a dívida que vem de terceiros da dívida subordinada que vem dos Promotores. Pode também ser providenciada por entidades do setor público⁴⁵.

⁴² GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 139.

⁴³ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 221.

⁴⁴ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 74.

⁴⁵ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 75.

Esta *Mezzanine Debt*, no contexto de *Project Finance*, é considerada “sénior” quando comparada com o Capital Próprio, mas é “júnior” quando comparada com o financiamento sénior. Tal denominação significa que, quando for realizado o pagamento, primeiramente serão pagos os Credores seniores, seguidamente os Credores que detém esta *Mezzanine Debt* e só depois será o Capital Próprio remunerado (aí se incluindo a dívida subordinada realizada pelos Promotores)⁴⁶.

A *Mezzanine Debt* é remunerada nos termos que sejam acordados, podendo ser contraída a longo prazo e, na medida em que subordinada ao financiamento externo dos Credores seniores, pode também ser considerada como Capital Próprio na perspetiva destes Credores seniores quando é calculado o rácio *Debt to Equity*⁴⁷⁴⁸.

4. Instrumentos de Subordinação

A principal forma de financiamento destes Projetos, como tem sido evidenciado ao longo da exposição anterior, é através de dívida externa. Contudo, e também como já referido, esta não é a única forma de financiamento deste tipo de operações.

Em primeiro lugar, o Projeto é financiado pelos seus Promotores, tanto através de Capital Próprio, como através da citada dívida subordinada. Esta última forma de financiamento, de uma perspetiva legal e contabilística, é usualmente feita sob a forma de suprimentos e é, por isso, considerada dívida. No entanto, no caso concreto e perante a perspetiva dos Credores, dada a sua subordinação contratual, é aceite como Capital Próprio⁴⁹.

Para ser possível regular e uniformizar a relação entre os variados intervenientes de estruturas de *Project Finance* e assegurar a necessária subordinação de créditos, a documentação do Projeto terá de incluir instrumentos/cláusulas para o colocar em prática.

Nos pontos que se seguem iremos analisar uma amostra de alguns destes instrumentos/cláusulas que são frequentemente utilizados para o efeito, como é o caso do

⁴⁶ FIGHT, Andrew, *Introduction to project finance*, ob. cit., p. 33.

⁴⁷FIGHT, Andrew, *Introduction to project finance*, ob. cit., p. 33.

⁴⁸ Para uma análise mais detalhada quanto a este rácio, *vide* ponto 4.1.

⁴⁹ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 276.

acordo de realização e subscrição de capital, a cascata dos fluxos de caixa, o acordo de contas e, por fim, o *intercreditor agreement*, este último numa ótica de regulação da relação entre Credores de capital alheio (não envolvendo os Promotores).

Tanto a cascata dos fluxos de caixa como o acordo de contas são instrumentos, normalmente, incluídos no *common terms agreement*. Este acordo tem como objetivo primordial espelhar todos os termos aplicáveis a todos – ou pelo menos, praticamente todos – os tipos de dívida, fixando conceitos e regras que tendem a ser comuns e transversais a toda a documentação contratual a formalizar, evitando assim que, em toda esta documentação, se repitam os referidos conceitos e regras que, por esta via, já se recolheram. No entanto, caso este não exista, poderão ser instrumentos incluídos nos contratos de financiamento.

Já quanto ao acordo de realização e subscrição de capital e o *intercreditor agreement* são contratos independentes que fazem parte do conjunto de documentação contratual relacionada com o Projeto.

4.1 Acordo de Realização e Subscrição de Capital ⁵⁰

Através deste acordo, os Promotores comprometem-se a contribuir com capital para o Capital Próprio da SPV.

A primeira beneficiária deste acordo é a SPV. No entanto, é também um importante instrumento de subordinação, uma vez que regula como é que os bancos se poderão substituir à SPV.

Para além dos acordos parassociais que poderão existir, pode acontecer que os Promotores assinem também um acordo de subscrição de capital para pagarem os níveis acordados com os Credores de capital que disponibilizam para a SPV.

⁵⁰ *Equity Contribution Agreement*.

Neste acordo será também espelhado quando é que essas contribuições podem ou devem ser realizadas durante a construção do Projeto. Caso este acordo venha a existir, fará parte do conjunto de garantias dos Credores⁵¹.

Torna-se uma importante garantia para os Credores por várias razões. Este acordo será celebrado entre os Promotores e a SPV, mas inclui o banco agente como parte, ou pelo menos, como um terceiro beneficiário, permitindo-lhe desta forma que exija aos Sócios que cumpram as obrigações assumidas, caso a SPV (dominada pelos Promotores) não o faça.

Adicionalmente, prevê-se o penhor a favor dos bancos dos direitos que para a SPV resultem deste acordo.

Outra das suas características é que é usualmente considerado como um documento financeiro ou, no limite, como um contrato de Projeto que não poderá ser alterado ou terminado sem o acordo dos bancos.

As contribuições de capital podem ser realizadas/exigidas antes do início da fase de construção, durante a fase de construção ou já no período final da mesma.

Os Credores preferem sempre que o Capital Próprio seja investido primeiro, no entanto, por norma não se opõem a que estas contribuições sejam realizadas já no início do Projeto de construção ou durante o mesmo, desde que existam estes acordos de contribuição de capital com datas criteriosamente estipuladas que obriguem legalmente os Promotores a realizarem as contribuições de capital acordadas⁵².

Frequentemente, o que acontece é que estas contribuições de capital acontecem *pari passu* e *pro rata* com as contribuições de dívida na fase de construção, de forma a assegurar que o rácio *Debt to Equity* acordado se encontra sempre em situação de pleno cumprimento, pelo menos durante o período de disponibilidade do financiamento. Regra geral, estas contribuições serão também exigidas imediata e antecipadamente caso se verifique alguma situação de incumprimento.

A verificação do rácio *Debt to Equity* é de extrema importância para assegurar a entrada de capital para a SPV. Os princípios a que obedece a determinação deste rácio passam

⁵¹ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 41.

⁵² YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 318.

tanto pela exigência de um nível mínimo de envolvimento dos Promotores, mas também é uma consequência dos critérios usados para o dimensionamento da dívida. A sua verificação é importante até à fase de início do Projeto, após essa fase, deixa de ter tanta importância.

Através deste rácio é possível calcular a relação entre o montante da dívida do Projeto e o montante de capital investido. Este rácio é um teste instantâneo para avaliar a dependência do Projeto em relação à dívida. Habitualmente, será imposto um limite à alavancagem do Projeto, normalmente rondando valores de 50% a 80%, dependendo de uma série de fatores, que vão desde os valores de referência comuns ao setor até ao perfil de receitas do Projeto⁵³. As contribuições de capital serão sempre exigidas tendo como base a verificação dos valores inicialmente previstos para este rácio.

Estas contribuições de capital tendo como base a verificação do rácio, para além de terem como principal objetivo manter o interesse ativo dos Promotores no sucesso do Projeto, têm também como consequência uma diminuição da exposição dos Credores ao risco pois, se não é necessária uma quantidade de dívida tão elevada, naturalmente que a sua exposição ao risco será menor⁵⁴.

Os mecanismos constantes deste acordo não são muito complexos. Em síntese o que estes acordos exigem é que os Promotores contribuam com capital para a sociedade veículo sempre que for exigido, consoante as condições do contrato.

É também do interesse dos Credores, e não só dos Promotores, que exista uma perspetiva razoável de reembolso deste capital, e, eventualmente, que esta contribuição de capital seja bem remunerada para assim assegurar o interesse dos mesmos no Projeto⁵⁵.

Só assim, com a junção destas duas realidades é que será, efetivamente, possível garantir que existe um interesse fundado e genuíno por parte dos Promotores de que o Projeto seja bem-sucedido e gerido da forma mais eficiente possível.

⁵³ DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, ob. cit., p. 177.

⁵⁴ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 509.

⁵⁵ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 509.

Numa primeira análise, poderíamos interpretar a importância deste contrato única e exclusivamente para garantir que os Promotores do Projeto contribuíssem com capital para a SPV, quando tal seja contratualmente exigível. No entanto, nem sempre é só essa a funcionalidade deste tipo de contratos no âmbito de *Project Finance*⁵⁶.

Dada a elevada exposição ao risco que este tipo de financiamento acarreta, é necessário tentar, ao máximo, mitigar os variados riscos que daqui podem surgir.

A cobertura de riscos em *Project Finance* é algo que é equacionado desde o início do Projeto. Esta cobertura faz-se ao nível de todos e cada um dos contratos do Projeto, procurando dessa forma, repartir os riscos por todas as partes envolvidas no seu desenvolvimento (como é o exemplo dos fornecedores, construtores, clientes, etc.). É por esta razão que muitas vezes são exigidos os denominados acordos diretos.

Pode também acontecer que alguns destes riscos não estejam sequer identificados. Os bancos tentam externalizar todos os riscos que consigam ser previamente identificados, no entanto, podem existir riscos que não foram previamente previstos, o que nos leva à responsabilidade por financiamento contingente. Tal necessidade verifica-se, especialmente, durante a fase de construção do Projeto⁵⁷. Caso algo não corra como previsto, e os pressupostos que inicialmente foram definidos para o sucesso do Projeto não se verificarem, os acionistas serão chamados para que providenciem outro tipo de financiamento.

O principal objetivo desta atenção detalhada aos fatores de risco visa garantir a segurança dos Credores. Uma vez que o seu investimento é na maior parte das vezes avultado, tentam ao máximo garantir que o mesmo seja o mais seguro possível.

Os Credores habitualmente, têm acesso a todos os direitos da SPV sobre quaisquer terceiros por via da estrutura de garantias existente, o que fica a cargo dos Promotores são os riscos, que pela sua natureza não possam ser identificados ou externalizados, dando uma segurança adicional aos Credores. Todo o risco que não pode ser assegurado internamente, terá de o ser externamente⁵⁸.

⁵⁶ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 307.

⁵⁷ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 328.

⁵⁸ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 308.

Existem duas técnicas que podem ser usadas para assegurar riscos não associados a questões bancárias, assumidos pelos Promotores⁵⁹.

Na primeira opção, os Promotores prometem pagar diretamente aos Credores o montante equivalente à avaliação monetária do risco. Caso a situação em causa se verifique, os Promotores pagam diretamente aos Credores este valor.

Já a segunda opção prende-se com o pagamento da mesma quantia em que se traduz o risco, mas através de uma contribuição de capital para o Capital Próprio da SPV.

A primeira solução é a ideal na perspetiva dos Credores, pois este pagamento será feito diretamente a estas entidades, criando assim uma solução da qual estes beneficiam diretamente.

Já na perspetiva dos Promotores, a segunda alternativa será sempre a mais apreciada e, tendo como principal objetivo o sucesso do Projeto, é aquela que fará mais sentido.

Os Promotores preferem sempre realizar uma contribuição extra de capital para a SPV do que pagar diretamente aos Credores, mesmo tratando-se da mesma quantidade de dinheiro pois, será sempre “o seu” Projeto. Entre beneficiar a SPV ou diretamente os Credores, os Promotores preferem sempre beneficiar a SPV.

Exatamente por existir esta segunda opção de mitigação de risco, através de uma contribuição extra para o capital da sociedade veículo, é que o acordo de subscrição e realização de capital é o instrumento contratual de eleição para elencar e assegurar estes riscos assumidos pelos Promotores que os Credores não querem deixar de assegurar⁶⁰.

⁵⁹ *Non-bankable risks.*

⁶⁰ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 308.

4.2 Cascata dos Fluxos de Caixa

O controlo dos fluxos de caixa e da forma como os mesmos são aplicados, será regulado através de uma cláusula específica intitulada de “Cascata dos Fluxos de Caixa”⁶¹, que regula a prioridade com que esses fundos são utilizados. De acordo com a tradição do ordenamento jurídico português é incluída no *common terms agreement* ou, caso este não exista, diretamente nos contratos de financiamento.

Normalmente, em primeiro lugar estão os pagamentos da matéria-prima para o Projeto, os custos de montagem e, depois, de operação do Projeto e, também, os impostos e tudo o mais que seja necessário para este ser concluído e estar em condições de plena operação.

Seguidamente, estão as despesas relacionadas com o banco agente, destinadas a remunerar os serviços por este prestado na gestão do financiamento, e todas as despesas (incluindo reembolsos de capital e pagamento de juros) relacionadas com os empréstimos bancários.

Só no fim, através dos restantes montantes, é que serão pagas as dívidas subordinadas e a distribuição de dividendos, que são ambas usualmente intituladas de “distribuições”⁶². Assim que os *Cash Flows* forem usados para as primeiras categorias, o que restar será para fazer face às restantes despesas, e assim sucessivamente.

Nem sempre estes pagamentos são exigidos na mesma altura, e pode acontecer que sejam necessários fundos de outra natureza para fazer face a despesas inesperadas, como é o caso do uso de montantes que foram incluídos na conta de reservas⁶³.

Será fácil entender que nem sempre haverá fundos disponíveis para o pagamento dos Promotores, pois todo o dinheiro terá sido usado para o pagamento das despesas que estão antes, na “cascata de pagamentos”.

Atendendo às suas características, trata-se, portanto, de um instrumento de elevada importância, uma vez que os Sócios apenas receberão os montantes que não terão sido

⁶¹ *Cash-Flow Cascade / Cash-Flow Waterfall*: YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 375.

⁶² YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 375.

⁶³ Vide ponto 4.3.

necessários para o pagamento de tudo o resto, assegurando desta forma a priorização necessária para o uso dos *Cash Flows* gerados.

4.3 Acordo de Contas

O acordo de contas é um instrumento essencial de subordinação, igualmente incluído no *common terms agreement*. Caso este não exista, será incluído diretamente nos contratos de financiamento.

Os Credores exigem que existam várias contas bancárias, todas elas com fins específicos. A lista de contas é uma lista fechada, a SPV não poderá ter outro tipo de contas bancárias senão as previamente identificadas. Apenas desta forma é possível realizar um controlo criterioso dessas mesmas contas para garantir que os fluxos de caixa são aplicados da forma previamente prevista.

Regra geral este controlo é efetuado através da estrutura de garantias que conduz a que todas as receitas sejam necessariamente creditadas nas contas de Projeto e, igualmente, pela atuação do banco agente, que controla cada um dos movimentos a débito realizados a partir das mesmas contas, em particular no que se refere a transferências para as contas de distribuições.

Em *Project Finance* torna-se vital existir um controlo tanto jurídico como prático da utilização dos fluxos, uma vez que este controlo não será tão eficaz senão for claro em que conta, e que para efeito, se encontra o dinheiro. Só será possível existir uma estrutura de subordinação eficaz se os Credores relevantes conseguirem identificar exatamente onde se encontra o dinheiro e para que fins será utilizado.

Existem contas dedicadas à colheita de receitas e ao pagamento de cada uma das despesas. Todos os pagamentos provenientes de terceiros, à exceção de alguns casos, deverão ser depositados na conta de receitas⁶⁴. Esta conta está empenhada a favor dos bancos e tem regras próprias e criteriosas de movimentação controladas pelo banco agente. Só verificadas certas condições é que o dinheiro poderá sair para outros fins.

⁶⁴ *Proceeds account / Revenues account.*

Por outro lado, existe a conta de distribuições. Quem controla as distribuições são os Credores. O movimento a crédito desta conta é bastante restrito. Apenas serão incluídos nesta conta os montantes que poderão ser efetivamente distribuídos aos acionistas.

Poderá também existir uma conta de reservas. Esta conta tem como principal objetivo fazer face a eventuais despesas inesperadas que possam surgir durante a fase de operação, como é o exemplo de danos no Projeto ou outro tipo de despesas que não tenham sido previamente previstas⁶⁵.

À exceção da conta de distribuições, todas as contas bancárias da SPV estão penhoradas.

4.3.1 Distribuições

Como referido anteriormente, no acordo de contas, é indicado que todos os pagamentos aos Sócios só podem ser efetuados a partir da conta de distribuições e que só será possível movimentar a crédito esta mesma conta com fundos que, de acordo com as condições definidas, possam ser usados para pagamento aos Sócios. Assim que os fundos são creditados na conta de distribuições, ficam desde logo fora do *ring fence* não havendo *claw back*, pelo que deixam definitivamente de responder pelas dívidas perante os Credores seniores.

O facto de os Credores apenas conseguirem ver os seus créditos satisfeitos através da remuneração proporcionada pelos fluxos de caixa gerados pelo próprio Projeto, leva a que todo o dinheiro que é colocado na conta de distribuições sofra um criterioso controlo. Caso este não existisse, os Promotores poderiam usá-lo indiscriminadamente, o que podia resultar numa inexistência de fundos para fazer face às despesas do Projeto e ao pagamento dos Credores.

⁶⁵ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 296.

A principal razão para os Promotores se envolverem num Projeto de *Project Finance*, prende-se com a obtenção de lucro. Noutras modalidades, o direito dos acionistas aos dividendos não é algo que seja questionado, sendo até considerado como a prática normal⁶⁶.

Nesta forma de financiamento, essa realidade já não será assim tão óbvia e tem tendência para ser controlada pelos Credores o máximo possível. Podia, como tal, verificar-se uma proibição total da distribuição de dividendos aos quais os Promotores têm direito até os créditos serem pagos. No entanto, esta exigência tornar-se-ia extremamente penalizadora para os Promotores e, como tal, muitas das vezes não é aceite. As partes tentam chegar a um meio-termo, que por um lado não coloque a posição dos Credores em risco mas, por outro lado, também não seja demasiadamente penalizadora para os Promotores⁶⁷.

O compromisso mais comum será permitir a distribuição de rendimentos, assim que os fluxos de caixas começarem a ser gerados, mediante a verificação de certas condições⁶⁸. Algumas destas condições poderão ser, em jeito de exemplo, que o Projeto já se encontre em plena operação, que as obrigações perante os bancos estejam em pleno cumprimento e que determinados rácios financeiros, históricos e prospetivos estejam verificados, como por exemplo, o rácio de cobertura do serviço da dívida (RCSD)⁶⁹.

O RCSD apresenta-se como um dos rácios mais importantes a serem verificados para que os fundos possam ser transferidos para a conta de distribuições. Através deste rácio é assegurado que só existem distribuições se as receitas geradas forem superiores ao necessário para o pagamento de todos os custos e responsabilidades financeiras do Projeto. Esta análise poderá ser realizada historicamente ou através de um cálculo para o futuro.

Este rácio é utilizado tanto para o momento das distribuições, como também para a verificação de eventuais situações de incumprimento.

⁶⁶ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 285.

⁶⁷ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 285.

⁶⁸ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 285.

⁶⁹ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 542.

No entanto, especificamente no que se refere aos rácios financeiros exigidos, a situa o poderá ser um pouco diferente, uma vez que, habitualmente, os rácios financeiros exigidos para as distribui es, são mais exigentes do que os rácios financeiros exigidos para evitar situa es de incumprimento.

Normalmente, estas condi es exigem que não haja nenhuma circunstância que ponha em risco o sucesso do Projeto por um lado, e por outro, condi es que demonstrem que o Projeto está a seguir um caminho sólido e está a ser capaz de gerar os rendimentos necessários para fazer face às suas despesas.

Todo o rendimento que a SPV gera deve ser usado para o pagamento dos fornecedores, dos seus créditos, de impostos e todos os outros pagamentos que serão exigidos para a constru o e posterior opera o do Projeto.

Tudo aquilo que resta será dinheiro disponível para os Promotores⁷⁰. Isto  , se efetivamente todas as condi es que serão legalmente previstas entre os Promotores e os Credores forem verificadas, existe um excedente de fundos que pode, apenas então, ser distribuído aos Promotores.   por isso certo que esta defini o não encaixa no conceito de dividendos que   utilizada em *corporate law*⁷¹.

Como foi anteriormente referido, os pagamentos necessários ao Projeto são realizados através de uma abordagem em “cascata”⁷² o que significa que terá de ser respeitada a ordem de prioridades em que os pagamentos têm de ser realizados. Desta forma, o pagamento seguinte são   realizado se o pagamento anterior tiver sido realizado, e assim sucessivamente.

Verificando-se esta abordagem,   possível assegurar que não   realizada nenhuma transferência de fundos para a conta de distribui es que poderiam vir a ser necessários para fazer face a outros pagamentos com maior urgência de realiza o⁷³.

⁷⁰ Nas palavras de Stefano Gatti: “Cash available to project Sponsors”.

⁷¹ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 285.

⁷² Vide ponto 4.2.

⁷³ HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, ob. cit., p. 576.

Por fim, a distribuição de rendimentos, sem ser nas condições anteriormente explanadas, é considerada um caso de incumprimento (*Events of Default*)⁷⁴.

4.4 *Intercreditor Agreement*

Este acordo é apontado como um instrumento importante para a subordinação, no entanto, não no sentido clássico ou até no sentido dos anteriores instrumentos. Não diz tanto respeito à remuneração, mas sim a uma forma de regular o relacionamento dos Credores entre si.

A partir do momento em que existem diferentes entidades a financiar um Projeto, é necessário regular a relação entre elas. No caso desta forma de financiamento tal necessidade torna-se ainda mais vital, uma vez que podem existir diferentes categorias de Credores.

Comumente, os Promotores não serão partes neste acordo, apenas os Credores de capital alheio. Tudo irá depender da forma como se encontra organizada a documentação contratual.

Durante o processo de negociação, habitualmente, o primeiro *draft* deste acordo será redigido pelos Credores seniores, uma vez que é fundamentalmente no seu interesse que este acordo será celebrado, e só mais tarde é que será revisto e comentado pelos Credores juniores/subordinados.

Os Credores subordinados (que não sejam Promotores) têm como principal objetivo garantir a sua própria proteção em caso de dificuldades financeiras do Projeto e garantir que os seus direitos são tidos em conta em todas as fases. Esta capacidade de negociação por parte destes Credores subordinados irá fortemente depender da sua robustez financeira⁷⁵.

⁷⁴ GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, ob. cit., p. 285.

⁷⁵ DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, ob. cit., p. 200.

Este acordo restringe os direitos dos mais variados Credores, pois aplica algumas restrições. Frequentemente, será proibido o direito a qualquer Credor (independentemente da sua senioridade) de declarar o vencimento antecipado da sua dívida, executar garantias, dar início a processos de insolvência ou de falência ou tomar qualquer tipo de ação que possa colocar a viabilidade do Projeto em causa, sem existir um acordo de uma percentagem de Credores seniores a concordar com tal ação, previamente acordada⁷⁶.

Já os direitos dos Credores subordinados serão ainda mais restringidos e são contemplados neste contrato. O pagamento que é realizado a estes Credores apenas será feito após o pagamento dos Credores mais seniores (e sempre de acordo com a “cascata de pagamentos”) e podem até ser interrompidos no caso de se verificar a ocorrência de algum dos casos de incumprimento. Já os direitos de acelerar e proceder a ações de execução são igualmente restringidos.

Como referido anteriormente⁷⁷, poderá existir a *Mezzanine Debt*. Este tipo de dívida poderá ser providenciada por outro tipo de entidades que não os Promotores. Estes Credores, serão colocados na “cascata de pagamentos” depois dos Credores seniores, mas antes das distribuições que são feitas para os Promotores⁷⁸.

Estes Credores aceitam que, em caso de insolvência da SPV, só serão reembolsados e remunerados pelo seu empréstimo após o reembolso e a remuneração dos Credores seniores.

Acontece que, caso isto aconteça e os Credores subordinados sintam que não serão pagos pelos seus investimentos porque o Projeto não gera os fluxos de caixa esperados, podem ameaçar desfazer ou colocar em risco a viabilidade de toda a operação, a não ser que os Credores seniores partilhem com eles algum do rendimento que irão receber por parte do Projeto⁷⁹.

Como tal, e sabendo desta possibilidade, o que os Credores seniores fazem é restringir os direitos dos Credores *Mezzanine* através de diferentes mecanismos.

⁷⁶ DEWAR, John, *International Project Finance: Law and Practice*, ob. cit., p. 203.

⁷⁷ Vide ponto 3.3.

⁷⁸ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 403.

⁷⁹ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 404.

Um desses mecanismos poderá ser a definição do *timing* em que os empréstimos são contraídos. Da perspectiva dos Credores seniores o ideal seria que os empréstimos subordinados fossem contraídos ao mesmo tempo do que as exigências de contribuição com capital para o Capital Próprio da Sociedade. No entanto, da perspectiva dos Credores subordinados tal seria considerado bastante exigente. O meio-termo a que, normalmente se chega, são contribuições *pro rata* com as contribuições dos Credores seniores.

Em caso de incumprimento das obrigações de pagamento, será bastante difícil de proibir os Credores subordinados de recorrerem a ações de execução para obterem o que têm direito. No entanto, os Credores seniores querem limitar ao máximo esses direitos dos Credores subordinados, mas a limitação total desses direitos não será possível. O que frequentemente acontece é existir um compromisso.

Os Credores seniores requerem aos Credores subordinados que esperem, por norma, seis meses após o período em que era suposto estes últimos serem pagos, antes de recorrerem a ações de execução. Desta forma pode acontecer que os fluxos de caixa desses mesmos seis meses tenham verbas disponíveis para o pagamento destes Credores, evitando-se, desta forma, uma situação de incumprimento⁸⁰.

Dada a natureza desta forma de financiamento, e a quantidade de partes envolvidas com diferentes níveis de prioridades de financiamento, torna-se vital existir este acordo que define o grau de priorização e subordinação dos créditos concedidos⁸¹.

⁸⁰ YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance*, ob. cit., p. 404.

⁸¹ TINSLEY, Richard. C.R., *Advanced Project Financing: Structuring Risks*, ob. cit., p. 161.

5. Conclusão

Terminada a presente dissertação, podemos, agora, tecer algumas considerações sobre a mesma, em jeito de conclusão.

Como evidenciado ao longo do texto, a subordinação da dívida aos Promotores relativamente à dívida aos Credores seniores, torna-se vital para o sucesso do desenvolvimento de um Projeto através de uma estrutura de *Project Finance*.

A teia contratual que é prevista para a implementação de Projetos deste tipo e desta dimensão tem de ser de tal forma bem estruturada que tem de prever e assegurar o maior número de aspetos possível, sendo por essa mesma razão que a negociação e montagem de uma operação de *Project Finance* demorará, em média 2 anos. Consequentemente, os instrumentos de subordinação têm de ser previstos para todos os momentos do Projeto.

Através da análise dos quatro instrumentos eleitos – o acordo de realização e subscrição de capital; a cascata dos fluxos de caixa; o acordo de contas; e o *intercreditor agreement* – conseguimos ter uma ideia da sua importância e em que fase a sua verificação se torna mais vital.

O acordo de realização e subscrição de capital, em especial a verificação do rácio *Debt to Equity*, será mais relevante na primeira fase do Projeto, até ao fim da sua construção, tendo como principal objetivo assegurar a entrada de capital na SPV.

Já quanto ao acordo de contas e à cascata de fluxos de caixa, a sua importância verifica-se mais ao nível da operação do Projeto, quando este começa efetivamente a gerar rendimentos, regulando a forma e a priorização a ser observada para o uso dos fundos.

Por fim, a existência de um *intercreditor agreement* torna-se também relevante, mesmo que normalmente os Promotores não sejam parte deste acordo, uma vez que, como evidenciado, este tipo de Projetos pressupõe o envolvimento de vários tipos de Credores de capital alheio. A sua importância verifica-se ao longo de todo o tempo de vida do Projeto.

Julgamos também pertinente enaltecer a importância destes mecanismos para todos os intervenientes do Projeto. A existência destes mecanismos não favorece apenas os Credores, favorece também os Promotores que são as entidades com maior interesse no sucesso do mesmo. No limite, se os Credores não considerassem o Projeto como viável e seguro, não iriam investir no mesmo, o que levava à impossibilidade da sua concretização.

Em suma, resta-nos apenas concluir que a previsão destes instrumentos de subordinação na documentação contratual de *Project Finance* torna-se, então, uma condição *sine qua non* para o envolvimento das entidades financiadoras em estruturas de *Project Finance*.

6. Bibliografia

ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, Porto, 2015.

BARAGONA, Katharine C., *Project Finance*, *Transnational Lawyer* vol. 18 (1), 2004, p. 139-158.

DIAS, Gabriela Figueiredo, *Project Finance (Primeiras Notas)* in «*Série Miscelâneas do IDET n.º3*», Coimbra, Almedina, 2004.

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

FERREIRA, Bruno, *Mecanismos de garantia em Project Finance* in «*Temas de Direito Comercial- Cadernos O Direito*», Coimbra, Almedina, 2009.

FIGHT, Andrew, *Introduction to project finance*, Inglaterra, Butterworth-Heinemann, 2006.

FINNERTY, John D., *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering* (2.^a Edição), Estados Unidos da América, John Wiley & Sons, Inc., 2007.

GATTI, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice – Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Estados Unidos da América, Academic Press, 2013.

HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance* (2.^a Edição), Holanda, Kluwer Law International, 2001.

MACDOUGALL, Bruce, *Subordination Agreements*, Osgoode Hall Law Journal vol.32 (2), 1994, p. 225-270.

MILHEIRO, Liliana Batista, *Project Finance em Projetos Públicos*, Dissertação de Mestrado – Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2017.

MORRISON, Rod, *The Principles of Project Finance*, Inglaterra, Gower Publishing Limited, 2012.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo, *Manual de Corporate Finance* (2.^a Edição), Coimbra, Almedina, 2017.

TAN, Willie, *Principles of Project and Infrastructure Finance*, Estados Unidos da América, Taylor & Francis, 2007.

TINSLEY, Richard. C.R., *Advanced Project Financing: Structuring Risks* (2.^a Edição), Inglaterra, Euromoney Institutional Investor PLC, 2014.

YESCOMBE, E. R., *Principles of Project Finance* (2.^a Edição), Estados Unidos da América, Academic Press, 2014.