

ISSN 2236-0859

DIREITO & DESENVOLVIMENTO

REVISTA DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

CONTRATOS DE FINANCIAMENTO NA MODALIDADE DE
PROJECT FINANCE: RISCO, DESCONFIANÇA E O PAPEL
DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

FELIPE SANTOS RIBAS
MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO

VOLUME 9 | NÚMERO 1 | JAN/JUL 2018

**CONTRATOS DE FINANCIAMENTO NA MODALIDADE DE PROJECT FINANCE:
RISCO, DESCONFIANÇA E O PAPEL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**CONTRACTS OF FINANCING IN THE MODALITY OF PROJECT FINANCE: RISK,
MISTRUST AND THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE**

Recebido: 19/03/2018
Aprovado: 09/04/2018

Felipe Santos Ribas*
Marcia Carla Pereira Ribeiro**

RESUMO: O trabalho faz uma revisão do conceito e do desenvolvimento do contrato de financiamento de *Project Finance*, visando demonstrar as características da sua arquitetura contratual e os principais problemas de governança que cercam a relação entre investidores e financiadores, e como esses problemas podem impactar no acesso ao crédito. A partir de um levantamento de literatura multidisciplinar procura evidenciar os benefícios das práticas de governança corporativa, concluindo-se ao final que tais práticas consubstanciam um sistema capaz de diminuir a assimetria informacional, com reflexos diretos no risco e desconfiança dos investidores, conferindo, portanto, uma maior confiabilidade ao ambiente de negócios e aumentando o fluxo de transações. A pesquisa caracteriza-se como bibliográfica, de natureza exploratória e justifica-se pela relevância e atualidade do tema.

Palavras-chave: Financiamento de Projetos. Desconfiança. Assimetria Informacional. Governança Corporativa.

ABSTRACT: The paper reviews the concept and development of the Project Finance financing agreement, aiming to demonstrate the characteristics of its contractual architecture and the main governance problems surrounding the relationship between investors and financiers, and how these problems can impact access to finance. credit. Based on a survey of multidisciplinary literature, it seeks to highlight the benefits of corporate governance practices, concluding at the end that such practices consubstantiate a system capable of reducing informational asymmetry, with direct repercussions on the risk and distrust of investors, greater reliability to the business environment, and increased transaction flow. The research is characterized as bibliographic, of an exploratory nature and justified by the relevance and relevance of the theme.

Keywords: Project Finance. Mistrust. Asymmetric Information. Corporate Governance.

* Mestrando em Direito Econômico e Desenvolvimento. Especialista em Direito Processual Civil pelo Instituto de Direito Romeu Felipe Bacelar Filho. Especialista em Direito Público pela Fundação Escola do Ministério Público do Paraná. E-mail: felipe.santosribas@hotmail.com

** Doutora em Direito pela Universidade Federal do Paraná (1998). Pós-doutorado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa/Portugal. Colaboradora da Red Docente Eurolatinoamericana de Derecho Administrativo de Argentina, Costa Rica, Brasil, España e Itália. Professora titular da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Professora associada da Universidade Federal do Paraná, ex-Procuradora Geral do Estado do Paraná. E-mail: mcarlaribeiro@uol.com.br

1 INTRODUÇÃO

A partir da década 90, o Brasil passou por uma redefinição do papel do Estado na economia, com um consequente processo de privatizações, que alcançou principalmente o setor de serviços. Juntamente com essa remodelagem do Estado veio os contratos de *Project Finance*, que passaram a ser vistos como uma estrutura de financiamento de apoio da iniciativa privada, que na esteira das privatizações, assumiu a responsabilidade pela construção de grandes obras de infraestrutura.

Como outras formas de financiamento, a celebração de um contrato de *Project Finance* também enfrenta um dilema de confiança entre credor e devedor, que repousa na assunção de riscos e na questão da assimetria de informações. Com vista a esta realidade, procura-se demonstrar neste artigo como a governança corporativa pode atuar sobre essa crise de confiança, firmando a relação entre investidores e financiadores do empreendimento, e até mesmo facilitando o acesso ao crédito.

O texto está organizado como segue, em sete seções, incluindo-se a introdução. Na próxima seção, discorre-se sobre o financiamento das empresas, dando enfoque na questão da assimetria informacional. Depois, na seção seguinte, trabalha-se com o conceito e a origem do *Project Finance*, mostrando a sua aplicação prática. Em seguida, na quarta parte é feito um detalhamento da sua arquitetura contratual. Na quinta seção é feita uma abordagem do conflito de agência e do surgimento da governança corporativa. Na sequência, procura-se evidenciar como as práticas de governança interferem nos custos de transação, aumentando a confiança dos financiadores mediante a redução dos riscos e assimetrias informacionais. E na sétima seção, reservada às considerações finais, é destacada a importância da governança corporativa para o ambiente de negócios e como ela pode facilitar o acesso ao crédito.

2 EMPRESA & FINANCIAMENTO

Além de bom planejamento, para realizar as suas atividades as empresas dependem invariavelmente de capital, que pode ser próprio ou de terceiros. O “caixa” é o problema básico de qualquer administrador financeiro e sem ele não há como pensar em investimentos (ABREU FILHO, 2008, p. 15).

As grandes obras, especialmente de infraestrutura, não fogem à regra. Mas neste cenário o problema é mais crítico em razão do montante de capital necessário para desenvolver esse tipo de empreendimento. Nestes casos, as empresas que não detêm recursos próprios disponíveis para investir precisam se socorrer de financiamentos junto ao mercado financeiro e de capitais.

Dentro desse contexto, uma modalidade de estruturação financeira que tem sido bastante utilizada para desenvolver grandes projetos no Brasil é o *Project Finance*, que, como apontam Monteiro Filha e Castro (2000, p. 107-124), é um modelo que permite maior alavancagem e diversificação de fontes de recursos, e que pode assim facilitar o acesso ao crédito e o desenvolvimento da economia.

Todavia, como qualquer modelo de financiamento, a contratação de um *Project Finance* também esbarra em um obstáculo essencial, que é a questão da assimetria informacional. Segundo Akerlof (1970, p. 488-500) devido à incerteza no comportamento dos indivíduos, alguns agentes econômicos dispõem de melhores informações do que outros e as utilizam para maximizar sua própria utilidade, provocando a assimetria informacional.

A existência de assimetria informacional acaba gerando conflitos de interesse (BELO; BRASIL, 2006). Além disso, em relevante pesquisa sobre o racionamento do crédito, Stiglitz e Weiss (1981, p. 393-410) concluíram que a assimetria informacional pode afetar o valor das taxas de juros dos empréstimos, bem como limitar o crédito para alguns demandantes, como um mecanismo de controle de preços paralelo à lei da oferta e da procura.

Por conseguinte, o racionamento do crédito pode impedir o investidor a desenvolver o projeto

almejado.

3 PROJECT FINANCE: CONCEITO E ORIGEM

Segundo o Comitê da Basileia de Supervisão Bancária o *Project Finance* caracteriza-se pela seguinte forma:

[...] pode assumir a forma de financiamento da construção de uma nova instalação de capital, [...] em que o credor é geralmente pago unicamente ou quase exclusivamente do dinheiro gerado pelos contratos para a produção da instalação [...]. O mutuário geralmente é uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) que não pode realizar qualquer outra função além de desenvolver, gerir e operar a instalação. A consequência é que o reembolso depende principalmente do fluxo de caixa do projeto e do valor colateral dos ativos do projeto (COMITÊ DA BASILEIA DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, 2017, p. 97-133)

Essa também é a linha de pensamento de Finnerty (1996, p. 01), quem descreve o *Project Finance* como uma operação de “levantamento de fundos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente segregável, em que os financiadores se ocupam principalmente do fluxo de caixa do projeto como fonte de receitas para atender os seus empréstimos e obter o retorno do capital investido”.

E de maneira semelhante, Nevitt e Fabozzi (2000, p.01) definem o *Project Finance* como o financiamento de um empreendimento específico, em que o credor enxerga o fluxo de caixa e os ganhos futuros desse empreendimento como a fonte de recursos para garantir o empréstimo.

Historicamente, o *Project Finance* serviu como um mecanismo de financiamento para o setor público. Porém, mais recentemente, por conta das concessões de obras e serviços, as empresas privadas também começaram a usar o *Project Finance* para desenvolver os empreendimentos de infraestrutura (ESTY; CHRISTOV, 2002).

E como se verifica na literatura sobre o tema, a utilização do *Project Finance* não é um fenômeno recente:

Uma das aplicações registradas mais antigas de *Project Finance* remonta a 1299, quando a coroa inglesa se alistou em um importante banco mercante florentino para ajudar no desenvolvimento das minas de prata Devon. As primeiras expedições comerciais nos séculos XVII e XVIII também foram financiadas por projeto. Os investidores forneceram fundos à Companhia Holandesa das Índias Orientais e à Companhia Britânica das Índias Orientais para viagens para a Ásia, após o que foram reembolsadas de acordo com a parcela da carga, uma vez vendida. Ao longo do tempo, à medida que outras formas de capital mais permanente ficaram disponíveis, as empresas reduziram o uso do financiamento específico do projeto (ESTY; CHRISTOV, 2002).

Por sua vez, Gati (2013, p. 27) aponta que o *Project Finance* já era utilizado durante o império romano, para financiar importações e exportações de bens. Todavia, diz o autor que o moderno *Project Finance* remonta ao desenvolvimento das ferrovias na América de 1840 a 1870. Mais tarde, na década de 1930, a técnica foi utilizada para financiar a exploração de petróleo e perfuração de poços no Texas e em Oklahoma.

Já na década de 1970, o *Project Finance* começou a se espalhar pela a Europa, sendo utilizado para financiar a exploração de petróleo e gás, a construção de rodovias, bem como redes de energia elétrica, saneamento e telefonia (YESCOMBE, 2013, p. 09).

E a partir da década de 1990, o *Project Finance* foi se diversificado em todo o mundo, e o seu alcance geográfico e sectorial cresceu consideravelmente após o lançamento de programas de privatizações (SORGE, 2004, p. 91-101).

Com efeito, no Brasil, o desenvolvimento do *Project Finance* também está diretamente ligado à redefinição do papel do setor público diante da oferta de bens e serviços de infraestrutura e das privatizações, senão vejamos:

[...] A introdução do project finance ocorreu somente na década de 1990, depois do processo de privatização, quando os setores de infra-estrutura, que haviam sido concedidos à exploração pela iniciativa privada, passaram a necessitar de novas fontes para seus investimentos. A mudança de gestão produziu relevantes alterações no cenário econômico brasileiro, tornando necessário recriar e/ou inventar arranjos financeiros, capazes de financiar um setor vital para impulsionar o crescimento econômico (BORGES; FARIA, 2002, p. 241-280).

A transferência das atividades para o setor privado, através das privatizações, abriu um canal para a estreita interação entre o setor público e o setor privado por meio de parcerias, incluindo-se entre essas parcerias o *Project Finance* (ARAÚJO, 2006, p. 169-190).

É bem verdade que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES ainda é o agente financeiro que opera com taxa de juros de longo de prazo e, por essa razão, é quem vem participando, ativamente, como financiador de empresas ligadas à infraestrutura. Todavia, devido à insuficiência de recursos do BNDES, tem se ampliado a busca por outras fontes de financiamento (BONE, 2001), como por exemplo, o *Project Finance* via mercado de capitais, apoiado em debêntures incentivadas, disciplinadas pela Lei 12.431, de 24 de junho de 2011.

4 ARQUITETURA CONTRATUAL

Uma das características que distingue o *Project Finance* das demais modalidades de financiamento é a concessão de crédito a uma entidade jurídica segregada (BORGES; FARIA, 2002), em que os financiadores baseiam seus empréstimos na capacidade futura do fluxo de caixa do empreendimento (ARAÚJO, 2006).

Por essa razão, os desenvolvedores do empreendimento, chamados de patrocinadores do projeto (*sponsors*), acabam constituindo uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), com personalidade jurídica distinta dos sócios ou controladores (ARAÚJO, 2006).

Como uma empresa pode atuar em mais um setor da economia, há um elevado risco de governança para os envolvidos na operação, o que também acaba justificando a segregação dos ativos (RIBEIRO; PRADO, 2007). Assim, a criação da SPE permite que esta nova empresa concentre em si todas as obrigações advindas das fases de execução do projeto, de modo que o financiamento é feito fora do balanço do patrocinador (*off balance sheet*), ficando a SPE responsável pelo ativo, passivo e fluxo de caixa (BONE, 2001).

Ainda, entre as vantagens da utilização da SPE como firma-projeto, pode-se citar a preservação da capacidade de alavancagem do empreendedor; o afastamento de créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais); obtenção de melhor classificação de risco e a não utilização de garantias reais ou pessoais, tais como imóveis, alienação fiduciária de bens, fiança em contratos ou aval em títulos de crédito (D'ALMEIDA, 2002).

Mas por conta dessa modelagem, os administradores da SPE não podem assumir obrigações e direitos fora da finalidade para que ela foi constituída (MONTEIRO FILHA; CASTRO, 2000,) de modo a preservar a transparência da gestão.

No contrato de *Project Finance*, a SPE figurará como a mutuária do financiamento, e, no lado oposto, estarão presentes os credores financiadores do projeto (*lenders*), posição esta que normalmente é ocupada por bancos (HOFFMAN, 2007, p. 71, tradução nossa). Apesar de esta ser a situação mais comum, reitera-se que está crescendo no Brasil o uso de *Project Finance* via mercado de capitais, em que a posição de credores do projeto passa a ser ocupada por investidores e não mais necessariamente pelos bancos.

De acordo com a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais:

A participação do mercado de capitais entre as fontes de financiamento de projetos de longo prazo apresentou aumento consistente entre o período de 2011 a 2014, quando respondeu por 30% do total de recursos. A piora do cenário econômico e o aumento das taxas de juros fez com que, em 2015, esse percentual fosse de apenas 3,8%. As debêntures, que são os valores mobiliários mais utilizados no mercado doméstico, também refletiram esse movimento. A despeito da queda das debêntures emitidas para o financiamento de projetos em 2015 (apenas R\$ 1,1 bilhão), em 2016 esse volume voltou para R\$ 1,9 bilhão, embora ainda aquém dos montantes observados em 2013 e 2014. Com a perspectiva de queda das taxas básicas de juros e a ampliação do uso de instrumentos de mercado de capitais, em especial das debêntures incentivadas enquadradas na Lei 12.431/11, já estão previstas, nesse início de ano, operações com debêntures de R\$ 1,5 bilhão para o financiamento de projetos nos próximos anos (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2017).

Como ocorre em outras espécies de contratos do Mercado Financeiro e de Capitais, a depender do montante da dívida a ser exigida, os bancos financiadores podem se sindicalizar e formar um consórcio para estruturar o financiamento do projeto, pois tal condição além de permitir o compartilhamento do risco, também evita que um único financiador fique sobrecarregado com o montante do capital a ser emprestado (HOFFMAN, 2007).

Por outro lado, embora seja recomendável, não há a obrigatoriedade de os projetos serem completamente autossuficientes desde seu início. Neste caso, os financiadores podem recorrer integralmente (*full-recourse*) aos ativos dos investidores para garantir o pagamento da dívida (SIFFERT FILHO, 2009).

Para garantir a segurança dos financiadores, os contratos estão apoiados em *covenants*, instituto importado do direito anglo-saxão, que nada mais são que cláusulas contratuais com compromissos ou promessas de determinados atos que dever evitados ou cumpridos, podendo ser traduzidos como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*) (BORGES, 1999, grifo nosso). A inadimplência com relação a esses compromissos pode acarretar o vencimento antecipado da dívida.

É importante esclarecer que a estrutura de dívida no contrato de *Project Finance* pode apresentar características diferentes, podendo haver uma parcela com crédito privilegiado ou até mesmo uma parcela com taxas de juros específicas, amortizações e termos diferentes da parcela fornecida com outros credores (HOFFMAN, 2007).

Uma figura que também desempenha um papel relevante no contrato de *Project Finance*, especialmente quando realizado via mercado de capitais, é o agente fiduciário. Trata-se de figura próxima ao trustee do direito anglo-saxão, que age como um administrador de bens de terceiros (DURVAL, 2006).

É o agente fiduciário quem ficará responsável por proteger os direitos dos investidores; verificar a veracidade das informações constantes dos contratos e dos instrumentos de garantia; fiscalizar o registro dos documentos nos órgãos competentes; opinar sobre a qualidade das informações prestadas pela emissora; fiscalizar a higidez das garantias; convocar quando necessário a assembleia geral de credores para deliberar sobre algum ponto, inclusive o vencimento antecipado da dívida; fiscalizar o cumprimento dos *covenants*, etc.

Já os bancos mandatário e liquidante ficarão responsáveis respectivamente pela confirmação de todos os pagamentos, retiradas e movimentações efetuados pela SPE (FORTUNA, 2005) e pela liquidação financeira das operações do participante.

No caso das parcerias público-privadas, o Estado tem um papel de destaque, pois além de ele ser o poder concedente, é quem receberá os ativos ao final da concessão.

O construtor (empreiteiro), por sua vez, é um personagem que possui uma ligação especial com o projeto, pois é com ele que será firmado o contrato de aliança com a SPE, para a construção e montagem do empreendimento. Para garantir maior estabilidade e segurança, as partes acabam optando pela celebração

de contratos na modalidade Lump Sum - Turn Key, com preço fixo e riscos bem distribuídos (MONTEIRO FILHA; CASTRO, 2000).

Não é incomum também que os credores contratem consultores de engenharia, às expensas da SPE, que ficarão responsáveis pelo acompanhamento do desempenho técnico e progresso da obra, relatando as informações necessários aos financiadores (HOFFMAN, 2007).

Outros players que também podem estar presentes nesse mecanismo de financiamento são os fornecedores de equipamentos, de insumos e de serviços terceirizados, comprador da produção, seguradora, agência de rating e os assessores financeiros e os advogados das partes.

Como se trata de uma estruturação complexa envolvendo negociações, não só entre os sócios e financiadores, como também com fornecedores, clientes e seguradoras, há a necessidade de se utilizar de instrumentos jurídicos que permitam o compartilhamento de riscos e garantias, já que esta é uma das principais características do *Project Finance* (MONTEIRO FILHA; CASTRO, 2000, p. 107-124).

O risco relaciona-se com resultados incertos, cujo resultado pode gerar perdas ou custos, e que deve ser suportado por alguém. A alocação de riscos está no cerne da estruturação de um *Project Finance*, e o princípio geral é que os riscos devem ser transferidos para os mais capazes de controlá-los ao menor custo (YESCOMBE, 2007). Assim, é comum, por exemplo, no contrato firmado entre a SPE e o construtor, que aquela assume os riscos extraordinários (ex: terremoto, enchentes, guerra etc.) e este assume os riscos ordinários e previsíveis da empreitada. Essa distribuição prévia de riscos traz maior segurança jurídica para os envolvidos.

5 OS CONFLITOS DE AGÊNCIA E O SURGIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A expressão governança corporativa não é tão antiga quanto as práticas que lhe dão sustentação. Segundo Rosseti e Andrade (2011, p 26-27), a expressão foi empregada pela primeira vez em 1991 por Robert Monks, nos Estados Unidos, que mais tarde, juntamente com N. Minow, lançou o primeiro livro com o título *corporate governance*.

Para muitos, o trabalho de Berle Means de 1932, intitulado “*The Modern Corporation and Private Property*”, é considerado o marco inicial da governança corporativa. Berle e Means foram os primeiros a observar que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, dando margem para que eles atuassem em seu próprio interesse, em detrimento do interesse dos acionistas (SAITO; SILVEIRA, 2009).

Assim, tanto os acionistas quanto os gestores procuram maximizar sua utilidade. Os primeiros buscam a maximização da sua riqueza. Já os segundos podem focar em variáveis como melhores salários, poder e reconhecimento profissional (FONTES FILHO, 2004).

Já o trabalho de Jensen e Meckling sobre a Teoria da Agência é considerado o divisor de águas na pesquisa em governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2009). Segundo Famá e Grava (2000), o estudo de Jensen e Meckling abriu caminho para se investigar além da assimetria de informações, o comportamento dos agentes diante da informação disponível e como é formada a estrutura de capital das empresas.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o conflito entre os interesses dos acionistas e os agentes (administradores) que têm de fato o poder (delegado pelos acionistas) para tomar as decisões em nome da Companhia, caracteriza o que eles chamam de conflito de agência, situação essa que acaba impedindo a sociedade de alcançar a maximização do seu valor (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015).

A princípio, em uma companhia, os acionistas contratam os administradores (agentes) para

maximizar o valor para o acionista. Porém, como o agente (delegado) nem sempre vai agir no melhor interesse do acionista (principal), este precisa se apoiar em mecanismos para monitorar aquele, com vistas a limitar extravagâncias ou a prática de atividades anômalas (FONTES FILHO, 2004).

Em empresas com grande dispersão acionária, como ocorre na realidade norte-americana, os administradores têm mais poderes que os acionistas, o que acaba acentuando os conflitos de agência. Além disso, na ocorrência de situação oportunista do administrador para tentar maximizar a sua própria riqueza pessoal, este recebe a totalidade dos benefícios resultantes da estratégia oportunista, enquanto que os acionistas devem arcar com a desvalorização da sociedade (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015).

Dessa forma os acionistas precisam incorrer em custos para controlar os administradores, os quais Jensen e Meckling chamam de custos de agência. Segundo os autores, esses custos são a soma dos custos de elaboração de contratos entre os acionistas e o agente; despesas de monitoramento; gastos dos próprios agentes para demonstrar que ele atenderá os interesses dos acionistas, e as perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências nas decisões em prol da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976, *apud* SAITO; SILVEIRA, 2009, p. 79-86).

Por conta dessa realidade, a governança corporativa se desenvolveu como um mecanismo para tentar manter alinhados os interesses dos administradores com os interesses dos acionistas, de modo a reduzir os problemas de agência e preservar o valor da empresa.

De acordo com La Porta *et al.* (1998, p. 113-115), a governança corporativa pode ser definida como “um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação pelos internos”.

Na visão de Fontes Filho e Picolin (2008, p. 1165-1188) a governança corporativa está relacionada ao “desenho de um sistema que facilite o acesso e o controle de investidores sobre as empresas das quais participam”.

Por sua vez, o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 20) trabalha com o conceito de “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Já a OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico descreve a governança corporativa da seguinte forma:

O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento econômicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável (OCDE, 2004, p. 11).

Diante desse contexto, as empresas passaram a adotar boas práticas de governança, como por exemplo, a estruturação de um conselho de administração com membros independentes, sistema de remuneração atrelado em ações para os executivos; pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do conselho e presidente da companhia (BEDICKS, 2009), entre outras, visando a maximização da satisfação

dos acionistas.

No início dos anos 2000, grandes escândalos corporativos contribuíram para a difusão da governança corporativa pelo mundo. No Brasil, o debate, tanto acadêmico quanto político em torno desse tema, tem se intensificado nos últimos anos, especialmente após os recentes escândalos de corrupção no contexto da chamada operação “lava-jato”, que demonstraram a fragilidade dos controles internos, especialmente das estatais, bem como a falta de comprometimento dos gestores em cumprir as leis (um dos objetivos do *compliance*), somado a um baixo grau de transparência das empresas.

6 O RISCO E A DESCONFIANÇA NO CONTRATO DE *PROJECT FINANCE* E O PAPEL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em um contrato de *Project Finance* os financiadores do projeto se deparam com diversos riscos, como por exemplo, o grau de endividamento da empresa, a falta de manutenção de capital de giro mínimo, a contratação de novas obrigações (BORGES, 1999), o atendimento pela SPE das questões socioambientais etc.

No atual ambiente institucional brasileiro, não se pode negar que existem dificuldades para o acesso ao crédito, que é disputado com o afinco pelos agentes interessados (ZYLBERSZTAIN, 2017). Em parte, essa dificuldade é uma consequência da ineficiente “fiscalização do cumprimento dos contratos por parte do Estado” (COOTER; SCHÄFER, 2017, p. 45).

Além disso, na posição pré-contratual, os financiadores não sabem como a SPE e os seus administradores irão se comportar durante a execução do contrato. Há dúvidas se os administradores serão diligentes, há dúvidas se a SPE cumprirá integralmente o contrato de financiamento, há dúvidas se a SPE adotará uma gestão transparente etc. É o que Cooter e Schäfer (2017) chamam de dilema da confiança, representado pela falta de informações e pela impossibilidade de se prever o futuro.

Diante dessa situação, a celebração do contrato de financiamento se torna complexa e carregada de custos, que Coase (1937) os nomina de custos de transação, os quais deverão ser considerados por conta da necessidade de se controlar os riscos de um eventual comportamento oportunista da SPE tomadora do crédito. Ou seja, quanto menor a necessidade de monitoramento da outra parte, menores serão os custos de transação.

Com vistas a essa realidade, como se trata de uma relação de longo prazo, as partes poderiam celebrar um contrato prevendo todos os eventos que possam ocorrer, bem como as soluções e consequências para esses eventos (KOENING, 1993, *apud* MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 520). “Ao contratar, os agentes manifestam seu interesse individual, e, se forem deixados livres, no exercício de suas racionalidades, realizarão o melhor negócio possível” (RIBEIRO, 2011, p.63).

Mas como aponta Simon (1979), as partes possuem uma racionalidade limitada, não são oniscientes, e por tal motivo, não têm capacidade de calcular todas as consequências, o que frequentemente acaba gerando a celebração de contratos incompletos.

Desse modo, uma alternativa para tentar se reduzir os custos de transação (ZYLBERSZTAIN, 2017) é a busca por outras estruturas de governança que possam reduzir os embates entre os interesses dos envolvidos nas transações (WILLIAMSON, 1988, p. 567-591 *apud* LORENZI; *et al* 2009, p. 105-119). Segundo Zylbersztain (2017), os arranjos institucionais de governança têm o condão de reduzir os custos de transação. A governança tem a capacidade colocar ordem, resolver conflitos e operacionalizar ganhos mútuos (WILLIAMSON, 2005).

Seguindo a linha de pensamento, North (1990) explica também que o nível dos custos de transação está relacionado com as características da transação e com a natureza do ambiente institucional em que está inserida. Assim, a eventual redução dos custos de transação poderá exigir a alteração dos arranjos institucionais que disciplinam as trocas.

Nesse sentido, as práticas de governança corporativa seriam uma forma de governança particular, estratégica, apta a reduzir os custos de transação, vez que elas se comportam como estruturas de incentivos

para que os administradores maximizem o valor da empresa, garantindo um maior retorno para os acionistas.

Conforme elucidada Silva (2016,) as práticas de governança tem por objetivo a otimização do “desempenho da companhia, protegendo investidores, empregados e credores, facilitando, assim, o acesso ao capital”.

Por meio de soluções internas, as companhias conseguem resolver problemas de assimetria de informações, criar um ambiente mais seguro e mais transparente tanto para os acionistas quanto os *stakeholders*, e ainda fomentar uma “organização mais racional, ética e pluralista” (SILVA 2016, p. 31). Seguindo essa linha de pensamento, Lauretti (2013) afirma que uma gestão mais transparente também demonstra franqueza e lealdade com todos aqueles que estão envolvidos com a empresa.

No caso do contrato de *Project Finance* os credores estão na posição de *stakeholders* que também serão beneficiados pela minimização da assimetria de informação. E no caso do direito societário e de mercado de capitais, a informação tem um papel e valor fundamentais, pois é ela que influencia na tomada de decisões. Como afirmava Stigler (1961), “a informação é poder” (*knowledge is power*).

Basta lembrar que “um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos” (MARTINS; PAULO, 2014, p. 33-45). Isso porque o acesso às informações pode se mostrar bastante custoso, o que acaba causando desconfiança e aumentando o risco dos investidores.

Por outro lado, a qualidade do regime de proteção dos direitos dos acionistas tem uma influência na vontade dos investidores de adquirir ações por um preço que agrada os interesses dos controladores (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 555), o que está evidenciado em diversas pesquisas.

Nesse sentido Hoffmann *et. al* (2011) encontraram que, práticas de governança mais rígidas podem influenciar no preço da emissão de ações em um IPO (oferta pública inicial).

Na mesma direção, Leandro Dias Guia *et. al* (2017) puderam confirmar que uma melhor divulgação das informações contábeis (*disclosure*) impacta no desempenho das empresas. Essa também foi a conclusão de Malacrida e Yamamoto (2006), as quais constataram que empresas com maior nível de evidenciamento apresentam menor volatilidade com relação ao preço das ações.

E quanto maior for procura e negociação das ações, maior será a liquidez dos papéis, o que pode ser traduzido como geração de valor (PROCIANOY; VERDI, 2009), e que comprova que a adoção de boas práticas de governança fortalece o mercado de capitais como mecanismo de financiamento às empresas (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008).

Segundo Procianoy e Verdi (2009), a governança aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirir ações e pagar um preço melhor por elas, o que acaba refletindo num custo menor de captação.

Em relevante pesquisa sobre os impactos da governança no financiamento empresarial, Cicogna *et. al* (2007) verificaram também que boas práticas influenciam positivamente na contratação de dívidas junto ao mercado financeiro, contribuindo para o alongamento do prazo do passivo (exigível a longo prazo).

De acordo com Zylbersztain (2017), as organizações competem por capital e as práticas corporativas serão, em grande parte, responsáveis pelo acesso e pelos custos do capital disponíveis a determinada organização.

E como explica Zingales (1997), um sistema de governança tem a capacidade de alocar o risco para as partes menos avessas ao risco, o que pode sustentar a celebração de contratos devido a minimização da insegurança.

Por conseguinte, na contratação de dívida no mercado financeiro ou junto ao mercado de capitais, o grau de risco e desconfiança tem reflexo direto no custo do capital, logo, quanto maior a segurança dos financiadores mais fácil será o acesso ao crédito, o que explica o importância da governança corporativa perante os credores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os contratos de financiamento na modalidade de *project finance* têm se mostrado um mecanismo de estruturação financeira exitoso e que tem conquistado o interesse de diversos investidores, especialmente daqueles que se dedicam aos grandes projetos de infraestrutura.

Trata-se de modalidade de financiamento, cuja a principal fonte de receita para o pagamento da dívida provém do fluxo de caixa do próprio empreendimento. Por conta dessa questão do fluxo de caixa, o financiamento é concedido a uma entidade econômica específica, normalmente uma Sociedade de Propósito Específico, de forma a garantir a segregação contábil dos ativos.

O desenvolvimento do projeto contará com diversos *players* (investidores, financiadores, SPE, construtor, agente fiduciário, agência de rating etc) e será suportado por uma rede de contratos que serão firmados entre esses *players*.

Dois características relevantes do *Project Finance* são os *covenants* (cláusulas de declarações e garantias) e a estrutura de alocação de riscos, que permite o compartilhamento de riscos do projeto entre todas as partes. A regra geral é que os riscos devem ser suportados pela parte que tem as melhores condições para avaliar, controlar e gerenciar o evento inesperado.

No caso do *Project Finance*, o grande risco dos financiadores é o risco de inadimplência, que está lastreado em uma promessa futura de geração de fluxo de caixa. E na posição pré-contratual, os financiadores não sabem como a SPE e os seus administradores irão se comportar durante a fase de execução do contrato, o que acaba gerando desconfiança e, por vezes, dificuldades para o investidor conseguir crédito.

Nesse sentido, a governança corporativa se apresenta como um mecanismo que diminui a assimetria informacional, tendo reflexo direto na questão do risco e da desconfiança, já que a parte passa a deter maiores informações para embasar a sua decisão e formular estratégias de salvaguarda.

Vários estudos têm evidenciado também que as práticas de boa governança proporcionam aos credores maior credibilidade nos resultados da empresa, o que impacta no custo de captação do financiamento. Ou seja, quanto maior a confiança no ambiente de realização dos negócios, maior será o fluxo de transações, o que revela que a governança corporativa tem grande importância perante os credores.

REFERÊNCIAS

ABREU FILHO, José Carlos; *et. al.* **Finanças Corporativas**. Série Gestão Empresarial. 10 ed. Rio de Janeiro: FGV, p.15-16. 2008.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. **Financiamento de Projetos**, ano 7, n. 7, abril/2017. Disponível em: <<https://goo.gl/SjyJy6>>. Acesso em: 09 jan. 2018.

AKERLOF, George Arthur. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug, 1970. Disponível em: <<https://goo.gl/HwpJu>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

ARAÚJO, Wagner Frederico Gomes de. As estatais e as PPPs: o project finance como estratégia de garantia de investimentos em infra-estrutura. **Revista do Serviço Público**, Brasília, n. 57, p. 169-190, abr/jun 2006. Disponível em: <<https://revista.enap.gov.br/index.php/RSP/article/view/195/200>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards** — a revised framework. Bank for International Settlements, Basel *apud* MÜLLNER, Jakob. International project finance: review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*, v. 67, issue 2, p. 97-133, abril 2017. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s11301-017-0125-3>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

BRASIL. Lei nº 12.431, 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm>. Acesso em: 06 jan. 2018.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo, Saint Paul Editora, 2009.

BELO, Neuza Maria; BRASIL, Haroldo Guimarães. Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte do Mercado. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 46. nov/dec. 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902006000500004>. Acesso em: 04 jan. 2018.

BONE, Rosemarie Broker. O Brasil no Caminho do Project Finance. **Revista FEE Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 29, n. 2, p. 156-179, ago. 2001. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/1312/1679>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 117-136, JUN/1999. Disponível em: <<https://goo.gl/8fT2Ez>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá e. Project Finance: Considerações sobre a aplicação em Infra-Estrutura no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, dez. 2002. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev18o8.pdf>. Acesso em: 04 jan. 2018.

CICOGNA, Maria Paula Vieira. *et. al.* O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 52-63, jan./fev./mar. 2007. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44424/48044>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, New Series, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. Disponível em: <<https://goo.gl/PViQPc>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

COOTER, Robert Dandridge. SCHÄFER, Hans-Bernd. **O Nó de Salomão**: Como o direito pode erradicar a pobreza das nações. Curitiba: CRV, p. 45. 2017.

_____. O problema da desconfiança recíproca. **The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies**, Tradução: Luciano Timm, v. 1, n. 1, 2006. Disponível em: <<http://services.bepress.com/lacjls/vol1/iss1/art8>>. Acesso em: 02 dez. 2017.

D'ALMEIDA, Albino Lopes. Projeto Marlim – O Project Finance do Maior Campo de Petróleo do Brasil. In: SIMPÓSIO BRASILEIRO DE PESQUISA OPERACIONAL, 34. 2002. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://ws2.din.uem.br/~ademir/sbpo/sbpo2002/pdf/arq0031.pdf>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

DURVAL, José Soledade Santos. Debêntures: um instrumento moderno de aplicação e captação de recursos. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 35-54. Dez. 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/8gNdBN>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

ESTY, Benjamin C; CHRISTOV, Irina L. **An Overview of Project Finance** – 2001 Update. Harvard Business School, n. 9, p. 105. April/2002. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA456_2004/Esty_Overview_project_finance.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2018.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, João William. Teoria da Estrutura de Capital – As discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, 2000. Trimestral. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/C11-arto4.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2017.

FINNERTY, John D. **Project Finance: Asset-based financial engineering**. ed. 2. John Willey & Sons: New York, 1996.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Estudo da Validação de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma análise segundo as teorias da agência e institucional**. f. 196. Tese (Doutorado em Administração). Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. 2004.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança Corporativa em Empresas Estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro: FGV. Nov/Dez, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/07.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GATI, Stefano. **Project Finance in Theory and Practice**. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. 2. ed. Waltham, Academic Press - Elsevier, p. 27. 2013.

GUIA, Leandro Dias; et. al. O Impacto de Disclosure sobre o Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas na NYSE. **Revista Reuna**, Belo Horizonte - MG, Brasil, v. 22, n. 3, p. 74-91, jul./set. 2017. Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Downloads/Guia_Menezes_Serrano_Franco_2017_O-Impacto-de-Disclosure-sobre-_47326.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2017.

HOFFMANN, Ricardo; BORTOLUZZO, Adriana Bruscatto; MACHADO Sérgio Jurandyr. Impacto da Estrutura de Propriedade e do Nível de Governança Corporativa no Ajuste Parcial de Preços em um IPO. **Revista de Economia e Administração do INSPER**, São Paulo, v. 12, p. 56-74, mar/2013. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/working-papers/working-papers-2011/impacto-da-estrutura-de-propriedade-e-do-nivel-de-governanca-corporativa-no-ajuste-parcial-de-precos-em-um-ipo/>>. Acesso em: 16 nov. 2017.

HOFFMAN, Scott L. **The Law and Business of International**. 3. ed. Cambridge, p. 71, 2007. Disponível em: <<https://goo.gl/3d4wte>>. Acesso em: 09 jan. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, p. 20. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf>. Acesso em: 04 nov. 2017.

JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v. 3, 1976.

KOENING, Gérard. **Les théories de la firme**, 2. ed. Paris, Économica, 1993, p. 63 *Apud* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas. 2015.

LA PORTA, R; SHLEIFER, A; *et. al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/250042>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

LAURETTI, Lélío. O princípio da transparência no contexto da governança corporativa. **Instituto Ethos**. São Paulo, mar/2013. Disponível em: <<http://www3.ethos.org.br/cedoc/5790/#.WYjS6VWGOCg>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, out./nov./dez. 2004. Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Downloads/Leal_2004_Praticas-de-governanca-e-valor_16819.pdf>. Acesso em: 02 dez. 2017.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução Rachel Sztajn. ed. 2. São Paulo: Atlas. 2015.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Revista de Contabilidade Financeira da USP**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 65 – 79, set/2006. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34196/36928>>. Acesso em: 06 nov. 2017.

MARTINS, Orleans Silva. PAULO, Edilson. Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v25n64/v25n64a04.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2017.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; CASTRO, Marcial Pequeno Saboya de. Project Finance para a Indústria: Estruturação de Financiamento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p. 107-124, dez. 2000. Disponível em: <<https://goo.gl/VAwKdn>>. Acesso em: 04 de jan. 2018.

NEVITT, P.K; FABOZZI, F. J. **Project Financing**. ed. 7, London: Euromoney Books, 2000, p. 01. *apud* ESTY, Benjamin C; CHRISTOV, Irina L. An Overview of Project Finance – 2001. Update. Harvard Business School, nº 9. p. 105, abril/2002. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA456_2004/Esty_Overview_project_finance.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2018.

NORTH, Douglass. **Institutions, Institucional Change and Performance Economic**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, p. 11. 2004. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 04 nov. 2017.

PIRES, Clênia de Oliveira; MACAGNAM, Clea Beatriz. Governança Corporativa e Assimetria da Informação: uma revisão desta relação. **Revista Brasileira de Administração Científica**. Aquidabã, v.4, n.4, p. 81-94, dez/2013. Disponível em: <<http://sustenere.co/journals/index.php/rbadm/article/view/1050/519>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: novo Mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009. Disponível em: <<https://goo.gl/VLrnWu>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Racionalidade Limitada**. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (Coord.). O que é Análise Econômica do Direito. Uma introdução. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, p. 63. 2011.

RIBEIRO, Maurício Portugal; PRADO, Lucas Navarro. **Comentários à lei de PPP - Parceria Público-Privada: fundamentos econômico-jurídicos**. São Paulo: Malheiros Editores, p. 244. 2007.

ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriane. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas. p. 26-27, 2011.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE**, v. 48, n. 02, p. 79-86, abr./jun. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>>. Acesso em: 04 nov. 2017.

SALOMÃO, Calixto Filho. **Conflito de Interesses: a Oportunidade Perdida**. In: LOBO, Jorge (org.). Reforma da Lei das sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Forense, p. 345. 2002.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o direito brasileiro**. [Livro Eletrônico]. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; *et. al.* O Papel do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de Project finance. **BNDES Setorial**. Rio de Janeiro, n. 29, p. 03-36. mar/2009. Disponível em: <<https://goo.gl/a5JzdE>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SIMON, Hebert A. **A racionalidade do processo decisório em empresas**. Rio de Janeiro: Multipl. v. 1, n. 1, 1979.

_____. 1979, Rational Decision Making in Business Organization. **American Economic Review**, v. 69, p. 493-513, september, 1979.

STIGLER, George J. The Economics of Information. **The Journal of Political Economy**, v. 69, n. 03, 1961. Disponível em: <<http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>>. Acesso em: 06 de nov. 2017.

STIGLITZ, Joseph E; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets With Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, jun/1981. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1802787?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 17 nov. 2018.

SORGE, Marco. The Nature of Credit Risk in Project Finance. **BIS Quarterly Review**, dec. /2004, p. 91-101. Disponível em: <<https://goo.gl/DSqfFb>>. Acesso em: 05 jan. 2018.

WILLIAMSON, Oliver Eaton. **Por que Direito, Economia e Organizações?** In: ZYLBERSZTAIN, Décio; SZTAJN, Rachel. (org.) *Direito & Economia. Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 29, 2005.

YESCOMBE, E. R. **Public-Private Partnerships. Principles of Policy and Finance**. Burlington: Elsevier, p. 243. 2007.

_____. **Principles of Project Finance**. 2. ed., Waltham, Academic Press - Elsevier, 2013, p. 9. Disponível em: <<https://dx.doi.org/10.1016/b978-0-12-391058-5.00002-3>>. Acesso em: 05 jan. 2018.

_____. **Por que Direito, Economia e Organizações?** In: ZYLBERSZTAIN, Décio; SZTAJN, Rachel. (org.) *Direito & Economia. Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 29. 2005.

ZYLBERSZTAIN, Décio. Quatro Estratégias Fundamentais para Cooperativas Agrícolas. **Working Papers**. FEA-USP/PENSA. n. 02, 2017. Disponível em: <[file:///C:/Users/c802494/Downloads/4+estrat%C3%A9gias+para+cooperativas%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/c802494/Downloads/4+estrat%C3%A9gias+para+cooperativas%20(1).pdf)>. Acesso em: 02 dez. 2017.

ZINGALES, Luigi. **Corporate Governance**. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. New York: Palgrave Macmillan, 1998. Disponível em: <<file:///C:/Users/felip/Downloads/SSRN-id46906.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2018.