

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE DIREITO ECONÔMICO, FINANCEIRO E TRIBUTÁRIO

**PROJECT FINANCE NO CONTEXTO DE FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA DE  
MOBILIDADE URBANA DA CIDADE DE SÃO PAULO**

RENAN DE CARVALHO SILVA  
N.º USP 11764070

São Paulo  
2024

RENAN DE CARVALHO SILVA

**PROJECT FINANCE NO CONTEXTO DE FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA DE  
MOBILIDADE URBANA DA CIDADE DE SÃO PAULO**

Monografia apresentada ao Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – DEF, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para a conclusão do curso e obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Professor Doutor Luis Fernando Massonetto.

São Paulo

2024

**Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos,  
a reprodução total ou parcial desta monografia, por  
processos fotocopiadores e outros meios eletrônicos.**

Silva, Renan de Carvalho

*Project Finance no contexto de financiamento da infraestrutura de mobilidade urbana da cidade de São Paulo* / Renan de Carvalho Silva – São Paulo, 2024.

Monografia (graduação) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2024.

Orientador: Professor Doutor Luis Fernando Massonetto.

**Nome:** Renan de Carvalho Silva

**Título:** Project Finance no contexto de financiamento da infraestrutura de mobilidade urbana da cidade de São Paulo.

Monografia apresentada ao Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – DEF, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para a conclusão do curso e obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Professor Doutor Luis Fernando Massonetto.

Local de aprovação: \_\_\_\_\_

Data de aprovação: \_\_\_\_\_

## **BANCA EXAMINADORA**

**Orientador:** Professor Doutor Luis Fernando Massonetto

**Julgamento:** \_\_\_\_\_ **Assinatura:** \_\_\_\_\_

**Professor(a):** \_\_\_\_\_

**Julgamento:** \_\_\_\_\_ **Assinatura:** \_\_\_\_\_

**Professor(a):** \_\_\_\_\_

**Julgamento:** \_\_\_\_\_ **Assinatura:** \_\_\_\_\_

**Professor(a):** \_\_\_\_\_

**Julgamento:** \_\_\_\_\_ **Assinatura:** \_\_\_\_\_

*Para Maria, José, Vinicius e Melissa, que em diferentes  
momentos da vida me ensinaram a ser a melhor  
versão de mim.*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço à Oxalá, aos Orixás e ao povo que me acompanha. Eles que estiveram comigo quando eu não os conhecia, e continuam comigo agora que não sei viver sem eles.

À minha mãe Maria e meu pai José, pelo amor incondicional, ensinamentos e lições, que sem eles eu nada seria. Muito obrigado por compartilharem seu sonho comigo e possibilitarem que minha história seja escrita, e muito obrigado por me ensinarem a dividir tudo que tenho, mesmo quando tenho pouco.

Ao meu irmão Vinícius, pelo amor e carinho, pelas conversas e pelo tempo juntos; por tudo que vivemos e viveremos, perto e longe.

À Melissa, pelo ombro amigo, pelo carinho em cada abraço e por ser fogo que arde sem se ver. Por me acompanhar durante os cinco longos anos da graduação e, mais do que isso, por estar ao meu lado nos últimos cinco anos da minha vida. Agradeço pela paciência e por contribuir para que eu me tornasse quem sou hoje. Sou eternamente grato a você.

Ao Márcio Roberto e família, e à Alessandra Kimie e família, por me acolherem como filho.

Ao meu orientador, Professor Doutor Luis Fernando Massonetto, por me introduzir ao Direito Econômico e ao Direito Urbanístico. Sempre serei grato pelo conhecimento transmitido.

Aos colegas estagiários e advogados da prática de Financiamento e Dívida do Mattos Filho, que me ensinam as mais valiosas lições de como ser um bom advogado.

A todos os amigos que a São Francisco me apresentou, nas pessoas de Laura Coelho, Fernanda Silva, Victor Lopes, Gregory Moraes e Eduarda Raposo, que tornaram o tempo de graduação mais feliz e os intervalos entre as aulas ainda mais memoráveis. Muito obrigado!

*In memoriam*

*Joana D'arc André da Silva  
José Amario da Silva  
Maria Anunciação de Carvalho  
Alberto de Carvalho*

## RESUMO

O presente trabalho analisa o project finance como instrumento jurídico e econômico aplicado ao financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil, sobretudo no setor de mobilidade urbana. A pesquisa explora as principais estruturas de financiamento empregadas, o uso de títulos de dívida representativos de valores mobiliários, como debêntures e notas comerciais escriturais, destacando suas características, desafios regulatórios e vantagens em termos de mitigação de riscos e atração de investidores. Além disso, investiga-se o papel de instituições financeiras, como o BNDES, na modelagem de arranjos financeiros que viabilizam investimentos de longo prazo em projetos de capital intensivo. Enfim, a presente pesquisa enfatiza a relevância do mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento, analisando sua evolução e as oportunidades geradas para projetos de infraestrutura.

**Palavras-chave:** Project finance; financiamento de infraestrutura; infraestrutura; mercado de capitais; sociedade de propósito específico; mobilidade urbana; metrô.



## **ABSTRACT**

This paper aims at the analyze of project finance as a legal and economic instrument applied to the financing of infrastructure projects in Brazil, particularly in the urban mobility sector. The research explores the main financing structures employed and the use of debt securities such as debentures and commercial notes, highlighting their characteristics, regulatory challenges, and advantages in terms of risk mitigation and investor attraction. Additionally, it investigates the role of financial institutions, such as the BNDES, in designing financial arrangements that enable long-term investments in capital-intensive projects. Ultimately, this research emphasizes the importance of the capital market as an alternative financing source, analyzing its evolution and the opportunities it generates for infrastructure projects.

**Keywords:** Project finance; infrastructure financing; infrastructure; capital markets; special purpose entity; urban mobility; metro.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES (FIGURAS, QUADROS E TABELAS)

### Figuras

- Figura 1** - Projeção de Investimento em Infraestrutura no Brasil
- Figura 2** - Estrutura de Financiamento de Project Finance
- Figura 3** - Desembolsos do BNDES para Projetos de Mobilidade Urbana (2000-2020, em R\$ milhões e valores correntes)
- Figura 4** - Emissões de Renda Fixa no Mercado de Capitais Brasileiro

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES (FIGURAS, QUADROS E TABELAS)**

### **Quadros**

**Quadro 1** - Passageiros transportados no sistema de transporte na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) 2019 e 2020, 2021, 2022 e 2023

**Quadro 2** - Extensão da malha metroviária de São Paulo

**LISTA DE ILUSTRAÇÕES (FIGURAS, QUADROS E TABELAS)**

**Tabelas**

**Tabela 1** - Oferta de debêntures incentivadas para o investidor por  
subscritor

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

<b>ABDIB</b>	Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base.
<b>ACCIONA</b>	Acciona Construcción S.A.
<b>AENA</b>	Aeroportos Do Nordeste Do Brasil S.A.
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Social.
<b>BRICS</b>	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul: grupo de países emergentes que coopera em áreas econômicas, políticas e de desenvolvimento.
<b>COVID-19</b>	Doença infecciosa causada pelo coronavírus SARS-CoV-2, detectada pela primeira vez em 2019 e responsável por uma pandemia global.
<b>INTER.B</b>	Inter B Consultoria Internacional de Negocios Sc Ltda.
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços Médios ao Consumidor Amplo.
<b>IPEA</b>	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
<b>LINHA UNI</b>	Concessionária Linha Universidade S.A.
<b>PEC</b>	Projeto de Emenda Constitucional.
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto.
<b>Project Finance</b>	Tem o significado atribuído no capítulo 3.1 do presente trabalho.
<b>PPP</b>	Parceria Público-Privada.
<b>TAXA SELIC</b>	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.
<b>TELECOM</b>	Telecomunicações.
<b>TJLP</b>	Taxa de Juros de Longo Prazo.
<b>WEF</b>	World Economic Forum.

## SUMÁRIO

### Sumário

INTRODUÇÃO .....	16
Questões a serem enfrentadas .....	16
Opções Metodológicas .....	17
<b>1. INFRAESTRUTURA E FINANCIAMENTO NO BRASIL.....</b>	<b>18</b>
1.1. Panorama de investimento brasileiro em Infraestrutura.....	18
1.2. Mobilidade urbana e metrô.....	22
<b>2. FINANCIAMENTO NO CONTEXTO DO MERCADO FINANCEIRO E DE MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>26</b>
2.1. Definições e características.....	26
2.2. Estrutura Jurídica de Project Finance .....	28
2.2.1. Instrumentos de Financiamento de Project Finance no Mercado Financeiro - Linha de Crédito no BNDES .....	30
2.2.2. Instrumentos de Financiamento de Project Finance no Mercado de Capitais .....	32
2.2.2.1. Debêntures.....	32
2.2.2.2. Debêntures Incentivadas .....	34
2.2.2.3. Debêntures de Infraestrutura.....	35
2.2.2.4. Notas Comerciais Escriturais .....	37
2.2.2.5. Bonds.....	38
2.3. Instituições Participantes do Mercado Financeiro e de Capitais no contexto de Project Finance .....	39
2.3.1. Bancos Múltiplos .....	39
2.3.2. Bancos de Investimento .....	40
2.3.3. Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFD) e Bancos de Desenvolvimento.....	40
<b>3. O SISTEMA METROVIÁRIO DE SÃO PAULO .....</b>	<b>42</b>
3.1. Concessão Patrocinada da Linha 6 – Laranja.....	43
3.2. O Financiamento da Linha 6 – Laranja .....	44
3.2.1. O Contrato de Abertura de Crédito com o BNDES .....	45
3.3. As Emissões de Debêntures da Concessionária Linha Universidade .....	46
3.3.1. Quarta e Quinta Emissões de Debêntures .....	46
<b>4. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>47</b>
<b>5. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>49</b>

Obras: .....	49
Notícias: .....	51
Legislação: .....	53

## **INTRODUÇÃO**

Ao abordar o financiamento de infraestrutura urbana, o modelo de Project Finance desponta como um instrumento essencial para viabilizar o financiamento e implantação de projetos de grande escala e longa duração, especialmente no contexto de monopólios naturais como sistemas metroviários e de transporte urbano. Essa arranjo jurídico-econômico permite a captação de recursos com foco no projeto em si, em vez de vincular diretamente o crédito à saúde financeira da empresa controladora, promovendo maior eficiência e distribuição de riscos.

No Brasil, a adoção do Project Finance tem enfrentado desafios estruturais, como a insegurança jurídica, a falta de expertise do mercado financeiro e de capitais além da falta de especialização, seja de engenharia ou de modelagem financeira e jurídica, em operações de infraestrutura que requisitam o uso de capital intensivo. Contudo, o Project Finance ainda desponta como ferramenta promissora para atrair investimentos privados em setores essenciais, aliviando a pressão fiscal sobre o Estado e possibilitando parcerias público-privadas mais robustas. A constituição de Sociedades de Propósito Específico (SPEs) representa um pilar dessa estrutura, promovendo a segregação dos riscos e permitindo o uso de garantias reais e fidejussórias associadas diretamente aos ativos e fluxos de caixa do projeto. Assim, SPEs tornam-se centrais para estruturar o financiamento, seja por meio de emissão de debêntures no mercado local, seja por meio de bonds em mercados internacionais ou linhas de crédito com bancos de desenvolvimento.

O Brasil enfrenta uma crônica insuficiência de investimentos em infraestrutura, que compromete não apenas a qualidade de vida da população, mas também a competitividade econômica do país. A ausência de uma delimitação normativa clara para o Project Finance no ordenamento jurídico brasileiro obriga os agentes a se basearem em práticas internacionais e no direito comparado, adaptando-se ao cenário local. Essa realidade reflete a necessidade de consolidar um ambiente mais atrativo para investidores, garantindo segurança jurídica e estabilidade regulatória.

No campo da mobilidade urbana, especialmente em metrópoles como São Paulo, a aplicação do Project Finance surge como uma solução para lidar com os altos custos e a complexidade dos projetos metroviários, promovendo uma integração mais eficiente entre os setores público e privado. A exploração de modelos de concessão patrocinada, como parcerias público-privadas, têm potencial para atrair investimentos e enfrentar os gargalos de infraestrutura que perpetuam a segregação urbana e limitam o desenvolvimento socioeconômico das regiões metropolitanas.

### **Questões a serem enfrentadas**

A presente pesquisa pretende analisar a estrutura de project finance e sua relação com o financiamento de infraestrutura, do setor de mobilidade urbana dentro do território da cidade de São Paulo. Será apresentada a estrutura de financiamento jurídico-negocial das modalidades de project finance no contexto brasileiro e a experiência da cidade de São Paulo



com esse modelo, sobretudo através da parceria público-privada da Linha – 6 Laranja do metrô de São Paulo.

Nessa sentido, os pontos centrais do presente trabalho consistem em: **(i)** atuação do BDNES no modelo de financiamento *project finance* do metrô de São Paulo; **(ii)** atuação de outros agentes multilaterais de crédito e bancos de fomento na estruturação dessas operações; e **(iii)** como a doutrina brasileira e o direito comparado definem *project finance* e alternativas ao financiamento em infraestrutura. Não obstante, pretende-se analisar os dados realizados e as projeções de investimento líquido e estoque de capital em infraestrutura e como a alocação de recursos privados através do mercado de capitais, para esses projetos, tem se manifestado no Brasil.

Com efeito, a pesquisa em comento analisará a relação entre infraestrutura e *project finance*, sob o prisma da mobilidade urbana da cidade de São Paulo, de modo a verificar:

- (i)** Qual a estrutura jurídica de financiamento de *project finance*;
- (ii)** Como se deu a atuação do BNDES e demais agentes do mercado financeiro e de capitais no financiamento de projetos de infraestrutura de mobilidade urbana na cidade de São Paulo, notadamente a Linha 6 – Laranja do metrô;
- (iii)** Qual o papel o Mercado Financeiro e de Capitais no financiamento de projetos de infraestrutura.

A pesquisa é multidisciplinar, passando por materiais e análises políticas, sociais, urbanísticas, econômicas e financeiras, essas que são estranhas propriamente ao Direito. Tão logo, não pretende ser exaustiva, no sentido de resgatar e levantar todo contexto de *project finance* no âmbito nacional e internacional, tampouco solucionar ou se aprofundar em temas distantes do Direito.

### **Opções Metodológicas**

A metodologia quanti-qualitativa foi utilizada para o desenvolvimento da presente pesquisa, que consiste na sistematização, revisão e análise de artigos científicos já publicados por pares do Direito, Economia e Arquitetura e Urbanismo. Serão abordados dados referentes ao investimento em infraestrutura e infraestrutura de mobilidade urbana, consolidados por instituições de pesquisa econômica brasileiros. A pesquisa contará com a análise da estrutura contratual de *project finance* da Linha 6 – Laranja do Metrô de São Paulo, financiada pelo BNDES, agências de fomento e pelo Mercado Financeiro e de Capitais.

# **1. INFRAESTRUTURA E FINANCIAMENTO NO BRASIL**

## **1.1. Panorama de investimento brasileiro em Infraestrutura**

A desigualdade econômica e social se manifesta de várias maneiras no Brasil, sendo uma vertente a disparidade de acesso aos serviços essenciais. O desafio da universalização de serviços de infraestrutura<sup>1</sup> pode ser derivado em duas dimensões a serem enfrentadas, quais sejam a capacidade de investimento na expansão da rede de infraestrutura já existente, de modo a conectar os domicílios, e o estabelecimento de um nível de tarifa socialmente compatível com o nível de renda das famílias de baixa renda.

O estoque de infraestrutura brasileiro vem se tornando cada vez mais defasado, o que afeta todos os aspectos do desenvolvimento econômico nacional e regional, que resulta em gargalos de produtividade e obsta o crescimento dos índices de desenvolvimento socioeconômicos, onerando a competitividade do empresariado nacional e expondo a degradação do espaço urbano que circula a sociedade civil brasileira.

Conforme pesquisa<sup>2</sup> realizada pela Inter.B<sup>3</sup>, a projeção de investimento em infraestrutura para o ano de 2022 foi estimada em 1,86 *p.p.* do PIB. Esse número representa um dos maiores investimentos no setor desde a crise político-institucional de 2016, resultante do processo de impeachment da então presidente Dilma Rousseff e da transição de governo para o vice-presidente Michel Temer. Além disso, o estudo indica um crescimento expressivo do investimento no setor de mobilidade urbana, considerando os aportes públicos oriundos da União, dos estados e dos municípios, somados aos aportes privados. O investimento passou de 3,9 bilhões em 2020, e 4,7 bilhões em 2021, para 5,4 bilhões em 2022, restaurando o nível de investimento visto antes da pandemia de Covid-19.

Contudo, esses números ainda não indicam avanço e crescimento real para a infraestrutura brasileira; há um hiato de investimento de 1,75 *p.p.* do PIB quando comparado o investimento anual recorrente necessário, de 3,61 *p.p.* do PIB, e o investimento projetado para o ano de 2022, de 1,86 *p.p.* do PIB<sup>4</sup>. Adiante, a ABDIB<sup>5</sup> estima um valor ainda maior para imprimir crescimento real no estoque de infraestrutura nacional, de não ao menos 4,31 *p.p.* do PIB, significando um hiato de 2,74 *p.p.* entre os investimentos realizados e os investimentos necessários.

A projeção de investimentos do Governo Federal em 2023 para o setor de mobilidade urbana é de 5,4 bilhões de reais, o que representa um crescimento de aproximadamente 5% em relação a 2022. Esse valor é expressivo em comparação à média do quadriênio 2019-2022,

---

<sup>1</sup> O presente trabalho adota a definição de infraestrutura presente em: CARVALHO, André Castro. Direito da Infraestrutura: Perspectiva Pública. Quartier Latin, São Paulo, 2014, p. 174.

<sup>2</sup> Inter.B Consultoria. Disponível em: < <https://interb.com.br/carta/22a-carta-de-infraestrutura/>>. Acesso em: 10 nov. 2023.

<sup>3</sup> Empresa de consultoria especializada em projetos de infraestrutura.

<sup>4</sup> Inter.B Consultoria. Disponível em: < <https://interb.com.br/carta/21a-carta-de-infraestrutura/>>.

<sup>5</sup> Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústria de Base.

que foi de 0,9 bilhões por ano, em contraste com os 1,3 bilhões previstos para 2023<sup>6</sup>. Os números observados no setor de mobilidade urbana devem-se, sobretudo, aos empreendimentos no estado de São Paulo, viabilizados pelo desembolso do BNDES, de agências de fomento e bancos de desenvolvimento para projetos de infraestrutura e mobilidade. Esses investimentos são direcionados a obras como a Linha 6 - Laranja do Metrô de São Paulo, executadas pela Acciona e pela LinhaUni.

Num cenário de economia interna pouco aquecida, com a projeção para o crescimento do PIB em 2023 entre 1,6 p.p.a. e 1,9 p.p.a., segundo o Governo Federal<sup>7</sup>, e de 1,4 p.p.a. conforme o IPEA<sup>8</sup>, a estrutura de alocação de risco de crédito deve ser entendida como ponto focal das estruturação financeira das operações financiamento, sobretudo de projetos de infraestrutura condicionados à operacionalidade da obra desenvolvida.

O gráfico de elaboração da ABDIB, ilustrado na Figura 1 abaixo, apresenta o investimento em projetos de infraestrutura brasileiro, segrega o em investimento público e privado, que oscila desde 2010, tendo seu menor valor investido em 2017 e ápice em 2014. Contudo, os valores aportados ainda ficam aquém do necessário para superar o gargalo de infraestrutura que a sociedade brasileira enfrenta.

---

<sup>6</sup> Inter.B Consultoria. Disponível em: < <https://interb.com.br/carta/21a-carta-de-infraestrutura/>>.

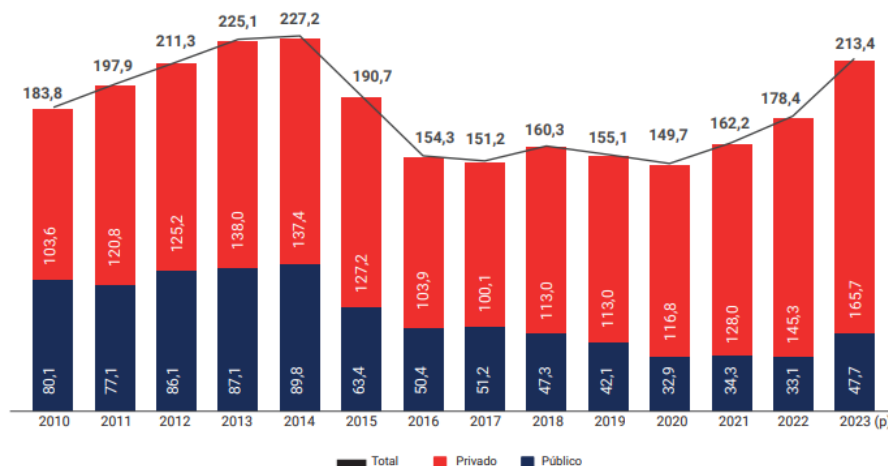
<sup>7</sup> Ministério da Fazenda revisa PIB e aponta perspectivas positivas para economia brasileira em 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/maio/ministerio-da-fazenda-revisa-pib-e-aponta-perspectivas-positivas-para-economia-brasileira-em-2023>>. Acesso em: 28 maio 2023.

<sup>8</sup> Ipea mantém previsão de crescimento do PIB para 2023 em 1,4% Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/portal/categorias/45-todas-as-noticias/noticias/13650-ipea-mantem-previsao-de-crescimento-do-pib-para-2023-em-1-4>>. Acesso em: 28 maio 2023.

**Figura 1 – Projeção de Investimento em Infraestrutura no Brasil**

**Investimento Público e Privado na Infraestrutura  
(em R\$ bilhões) – Em valores constantes de 2023**

2023 = previsão. Atualizado pelo IPCA no período (até set 2023)  
Fonte: ABDIB



**Fonte:** Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base (ABDIB). **Livro Azul da Infraestrutura e a Plataforma de Projetos de Infraestrutura**, p. 10. Diretoria de Planejamento e Economia da ABDIB, apresentado no evento ABDIB Experience, 07 e 08 de dezembro de 2023.

Retomando a série histórica, o Brasil alcançou seu pico de estoque de capital em infraestrutura entre as décadas de 1980 e 1990, atingindo 53,7 *p.p.* do PIB na primeira metade da década de 1990. Em seguida, houve uma queda acentuada nesse índice, que chegou a 33,7 *p.p.* do PIB no primeiro mandato do governo Dilma Rousseff, retomando um breve crescimento no segundo mandato, e atingindo 38,4 *p.p.* do PIB na transição para o governo Temer em 2016. Comparado aos pares internacionais, o país possui o menor investimento em infraestrutura como proporção do PIB entre os BRICS, ocupando a 71ª posição no ranking de desenvolvimento e infraestrutura do Fórum Econômico Mundial (WEF) em 2019<sup>9</sup>.

Após a vigência da PEC 95/2016, observou-se uma queda significativa no fluxo de investimento líquido em infraestrutura no Brasil<sup>10</sup>, que tem sido remediada com a flexibilização da atuação do BNDES, de banco de fomento e desembolso para banco estruturador e coordenador dos projetos, delegando ao Mercado Financeiro e de Capitais a atuação de bancos liquidantes das operações. Essa mudança no papel do BNDES deve-se à alteração da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que, anteriormente, era subsidiada por uma taxa indexada

<sup>9</sup> The Global Competitiveness Report 2019. Disponível em: <[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)>. Acesso em: 30 maio 2023.

<sup>10</sup> Investimento líquido e estoque de capital – atualização de dados desagregados de 2020 e agregados do terceiro trimestre de 2022. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/estoque-de-capital/>>. Acesso em: 30 maio 2023.

ao IPCA, acrescida de spread bancário definido pela política de governança do BNDES, pela Taxa de Longo Prazo<sup>11</sup> (TLP).

A política de crédito anteriormente pautada pela TJLP foi considerada inadequada pelo conselho diretor do BNDES, posto que a necessidade de maior aporte de capital nos projetos encontrava barreira junto ao crédito subsidiado praticado pelo BNDES. Contudo, apesar das alterações já em vigor na governança e nas negociações do BNDES, a reestruturação desejada não gerou resultados expressivos, conforme apontado pelos dados de investimento apresentados anteriormente.

Não obstante, o declínio do investimento público ao longo das últimas três décadas no macrocampo de infraestrutura (Transportes, Energia, Telecom, Saneamento e Mobilidade Urbana) resultou na depreciação do estoque de capital de infraestrutura brasileiro, como também foi responsável pela deterioração do estoque de infraestrutura ao longo dos anos<sup>12</sup>. Apesar de os aportes de capitais privados terem remediado a deterioração dos índices que mensuram o estoque de infraestrutura, esse crescimento não pode remediar os efeitos da falta de investimento do Governo Federal, que resulta nas dificuldades de integração socioeconômica regional e impacta diretamente a qualidade de vida da população brasileira.

A participação dos entes privados nessa dinâmica, considerando as diversas rodadas de concessões, parcerias público-privadas e privatizações que se seguiram nas últimas décadas, configura em sua maioria *leading cases* para esses setores, *e.g.* o projeto LinhaUni, da Acciona S.A. junto ao Governo do Estado de São Paulo, que têm viabilizado a construção da Linha 6 - Laranja do Metrô de São Paulo após a disputa judicial pela concessão do empreendimento<sup>13</sup>, e dificuldades em obter financiamento para a execução das obras, bem como a concessão do aeroporto de Congonhas, o maior aeroporto doméstico do Brasil, para a concessionária espanhola AENA<sup>14</sup>. Contudo, o patamar de investimento privado em infraestrutura, mesmo que subsidiado pelo Estado, queda insuficiente para remediar o gargalo presente no país, hoje um hiato de aproximadamente 23 *p.p.* entre o estoque de infraestrutura realizado e o estoque necessário (60 *p.p.*), conforme acima abordado.

Dado o contexto, o modelo de financiamento estruturado já consolidado em países centrais passa a cada vez mais se tornar opção de financiamento à longo prazo frente a realidade material imposta, de um panorama relacionado ao investimento público em declínio e aporte privado não suficiente para superar a condição de depreciação da infraestrutura

---

<sup>11</sup> Taxa de Longo Prazo (TLP) vai substituir a TJLP a partir de 1o de janeiro. Disponível em: <<https://www.brde.com.br/noticia/taxa-de-longo-prazo-tlp-vai-substituir-a-tjlp-a-partir-de-1o-de-janeiro/>>. Acesso em: 15 maio 2023.

<sup>12</sup> Inter.B Consultoria. Gráfico 3, Quadro 2. Disponível em: <<https://interb.com.br/carta/21a-carta-de-infraestrutura/>>. Acesso em: 30 maio 2023.

<sup>13</sup> STF julga constitucional transferência de concessão pública sem nova licitação. Disponível em: <<https://portal.stf.jus.br/noticias/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=483168&ori=1>>. Acesso em: 30 maio 2023.

<sup>14</sup> Espanhola Aena assumirá aeroporto de Congonhas em 17 de outubro. (2023, setembro 25). Valor Econômico. <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/09/25/espanhola-aena-assumira-aeroporto-de-congonhas-em-17-de-outubro.ghtml>

nacional<sup>15</sup>, mesmo que atualmente se depare num mercado deprimido pela manutenção da alta da taxa de juros básica. Conforme Massonetto:

“O Direito Econômico da Infraestrutura, ao discutir modelos jurídicos possíveis para a sustentação da política pública de financiamento de longo prazo, vai ter que construir alternativas institucionais para articular as esferas da produção e circulação mercantil com o sistema de crédito.”<sup>16</sup>

## 1.2. Mobilidade urbana e metrô

Neil Brenner delinea como “teoria crítica urbana” a percepção da espacialização e materialização das relações de poder, que dialoga diretamente com o adensamento do tecido urbano, refletido em moradia, emprego, acessibilidade, direito e acesso à cidade<sup>17</sup>, possibilitando, através do financiamento aos aparelhos urbanos, a redução dos custos dos serviços públicos pela operação das economias de escala e escopo<sup>18</sup>.

O desinvestimento no setor de mobilidade urbana, no contexto brasileiro, é acentuado pela falta de estruturas de financiamento que minimizem a necessidade de *equity* – aporte de capital próprio das empresas responsáveis pela concessão –, pela falta de um mercado de seguros e resseguros maduro e especializado, falta de *expertise* do mercado financeiro e de capitais em operações de *project finance* com alto risco de operabilidade agregado e, sobretudo, pelo risco político que investir no Brasil representa para investidores e companhias que exploram o mercado de infraestrutura urbana, o que importa em metrópoles cada vez mais segregadas e desconectadas, distantes principalmente das periferias geográficas.

Até o início da década de 80, o crescimento das cidades brasileiras foi pautado pela ausência de legislação federal específica que orientasse a política urbana. Somente em 1988, com a promulgação da Constituição Federal, foi apresentado o conceito de organização da produção do espaço urbano, contemplado pelos artigos 182 e 183 da Constituição.

No entanto, a regulamentação por meio de lei ordinária federal sobreveio apenas em 2001, 23 anos após a promulgação da constituinte, com a criação do Estatuto da Cidade pela Lei federal n.º 10.257, de 10 de julho de 2001<sup>19</sup>. O Estatuto da Cidade destacou tanto para o

---

<sup>15</sup> Inter.B Consultoria. Disponível em: <<https://interb.com.br/carta/22a-carta-de-infraestrutura/>>. Acesso em: 08 novembro 2023.

<sup>16</sup> MASSONETTO, Luís Fernando. Aspectos Macrojurídicos do Financiamento da Infraestrutura. In: BERCOVICI, Gilberto; VALIM, Rafael. (Coord.) Elementos de Direito da Infraestrutura. São Paulo: Contracorrente, 2015. p. 27 - 38.

<sup>17</sup> BRENNER, N. Espaço de Urbanização: o Urbano a partir da Teoria Crítica, Rio de Janeiro: Letra Capital, Observatório das Metrópoles, 2018.

<sup>18</sup> MELO, Luiz Martins de. A infraestrutura de serviços públicos e o território urbano. In: LEAL, Claudio Figueiredo Coelho et al. (Org.). Um olhar territorial para o desenvolvimento: Sudeste. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2015. p. 410 - 434.

<sup>19</sup> BRASIL. Lei federal n.º 10.257, de 10 de julho de 2001. Regulamenta os artigos 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 11 jul. 2001. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10257.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10257.htm). Aceso em 01 ago 2024.

cidadão como para o gestor eleito a relevância social da política urbana. Em 2012 foi instituída a Política Nacional de Mobilidade Urbana (PNMU) através da Lei federal n.º 12.587, de 3 de janeiro de 2012<sup>20</sup>, que estabeleceu princípios, objetivos e diretrizes para o desenvolvimento urbano, promovendo o planejamento e a gestão democrática do Sistema Nacional de Mobilidade e Serviços Urbanos, ponto central para a elaboração de políticas de mobilidade urbana que integrasse as regiões metropolitanas.

Embora a criação PNMU tenha sido um marco para a institucionalização da gestão e produção do espaço urbano, ela não resolveu por completo os desafios de mobilidade enfrentados pelas cidades do país. Ainda é necessário, e sempre será, ampliar o debate sobre mobilidade urbana, com participação social de forma integrada e contínua, para que esse tema seja consolidado como uma política pública duradoura nos âmbitos federal, estadual e municipal, importando no aprimoramento desse marco regulatório, de forma a garantir segurança jurídica para os investimentos no setor e, com isso, melhorar a mobilidade no Brasil.

O artigo 30, inciso V, da Constituição Federal, confere aos municípios a responsabilidade de organizar e prestar, diretamente ou sob concessão ou permissão, os serviços públicos de interesse local, como o transporte coletivo. Por sua vez, o artigo 25, § 1º, da Constituição Federal atribui aos estados as competências que não lhes são vedadas pela Constituição, especialmente nos casos de interesse regional. Com base nisso, a PNMU, em seu artigo 17, inciso I, em consonância com a Constituição, atribui aos estados a competência para prestar, diretamente ou por delegação, os serviços de transporte público coletivo intermunicipal de caráter urbano.

A política de mobilidade urbana dos grandes centros urbanos no Brasil, principalmente no que diz respeito a São Paulo – interior e região metropolitana -, foi desenhada em torno do complexo rodoviário, sendo reforçado e consolidado através de planos de desenvolvimento e expansão da malha rodoviária no sentido interior-litoral, contornando e cortando a capital paulista. A experiência de urbanização brasileira ao longo do século XX, sob o prisma do Sul Global, evidencia que os países fornecedores de commodities ficaram a margem de cada um desses ciclos industriais, sem que tivessem os meios de financiamento e a macroestrutura de poder dos países desenvolvidos, além da falta de acesso à tecnologia para a realização desses investimentos, o que importou num processo de urbanização menos dinâmico em suas cidades, em especial pela constituição de áreas específicas onde não se construíam os sistemas de infraestrutura de serviços públicos para a população que migrava da área rural para as cidades (MELO, 2015)<sup>21</sup>.

As especializações das cidades que participam da economia global, sobretudo nos países em desenvolvimento, acabaram sendo mal interpretadas e negligenciadas pelos padrões homogeneizados voltados aos novos ambientes de ponta das economias centrais,

---

<sup>20</sup> BRASIL. Lei federal nº 12.587, de 3 de janeiro de 2012. Institui as diretrizes da Política Nacional de Mobilidade Urbana. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 4 jan. 2012. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2012/lei/l12587.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/l12587.htm). Acesso em: 01 ago 2024.

<sup>21</sup> MELO, Luiz Martins de. A infraestrutura de serviços públicos e o território urbano. In: LEAL, Claudio Figueiredo Coelho et al. (Org.). Um olhar territorial para o desenvolvimento: Sudeste. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2015. p. [410]-434.

que se mostram muito distantes da realidade brasileira. Com a atenção necessária a São Paulo, o estudo sobre urbanização e acessibilidade das metrópoles realizado pela Mastercard, em 2008, obteve altas classificações em termos de serviços econômicos e financeiros para a cidade. No entanto, sua nota geral foi prejudicada por fatores relacionados à facilidade de fazer negócios e qualidade de vida, em decorrência dos baixos níveis de bem-estar social atrelados aos equipamentos e políticas públicas defasadas que balizam o crescimento da cidade, afetando a maior parte da população paulista (SASSEN, 2008)<sup>22</sup>.

Saskia Sassen<sup>23</sup> destaca que as cidades, terão que repensar sua infraestrutura, em função de eventos extremos, sejam eles derivados da necessidade da sustentabilidade (econômica, ambiental e social), ou da insatisfação dado o contexto político de seu tempo<sup>24</sup>, contrariando o padrão recente de incorporar novas áreas urbanas independentemente das características ambientais e socioculturais que permeiam os ambientes, o que tem atuado como catalisador da acumulação, gentrificação e especulação do capital imobiliário na metrópole paulista.

Os setores de infraestrutura, conforme acima definidos, compõe ponto central na organização da economia nacional, concentrando ativos empregados na produção/utilização de serviços públicos essenciais, que, por razões técnicas e de investimento de capital intensivo do projeto, se configuram como monopólios naturais (SIFFERT FILHO *et al*, 2009)<sup>25</sup>. Tão logo, conforme Isoda e Mori (2013), o sistema metroviário é considerado estrutural, porque sua alta capacidade lhe permite dar suporte para a concepção, o funcionamento e a reestruturação dos demais sistemas de transporte urbano que com ele concorrem para viabilizar as atividades urbanas<sup>26</sup>.

Essa condição estrutural que constitui o sistema metroviário impõe ao Governo Federal, em conjunto com a esfera estadual e municipal, a necessidade de atuar direta ou indiretamente para a sua viabilização, fornecendo esses serviços (diretamente), ou regulando-os para que os agentes privados atuem em favor do interesse coletivo (indiretamente). Assim, o setor de mobilidade urbana apesar de contar com transporte coletivo viário e por meios de transporte

---

<sup>22</sup> SASSEN, Saskia. *As Diferentes Especializações Das Cidades Globais. Urban Age: a worldwide investigation into the future of cities*, São Paulo, v. 1, 1. ed. 4 dez. 2008. Urban Age 1ª edição, 2008, São Paulo.

<sup>23</sup> Professora de Sociologia da Columbia University (Nova York) e professora visitante da London School of Economics.

<sup>24</sup> SASSEN, Saskia. *As Diferentes Especializações Das Cidades Globais. Urban Age: a worldwide investigation into the future of cities*, São Paulo, v. 1, 1. ed. 4 dez. 2008. Urban Age 1ª edição, 2008, São Paulo.

<sup>25</sup> SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros das; SZUSTER, Fernanda Rechtman; SUSSEKIND, Claudia Sardenberg. O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de project finance. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 29, p. 3-36, mar. 2009.

<sup>26</sup> ISODA, Marcos Kiyoto de Tani; MORI, Klara Anna Maria Kaiser. O planejamento do metrô e suas modificações: desdobramentos na arquitetura e inserção urbana. Transporte sobre trilhos na Região Metropolitana de São Paulo: estudo sobre a concepção e a inserção das redes de transporte de alta capacidade. São Paulo: FAUUSP, 2013.



privados alternativos (carros, bicicletas, motos, etc), tem indivisibilidades técnicas tais que o caracteriza como monopólio natural - no que diz respeito à opção metroviária. Isso implica o dever do Estado em estruturar meios e mitigar os efeitos do ganho do monopolista em prol da sociedade, como veremos adiante.

## **2. FINANCIAMENTO NO CONTEXTO DO MERCADO FINANCEIRO E DE MERCADO DE CAPITAIS**

### **2.1. Definições e características**

Financiamento, numa acepção geral, compreende todas e quaisquer operações financeiras que tenham como finalidade a obtenção de recursos necessários e suficientes para o custeio e consecução de determinado objetivo<sup>27</sup>.

Não obstante, tem-se o conceito de financiamento de projetos, que se diferencia da prática comercial de contrair mútuos e gerenciar essas receitas. Essa prática visa conjecturar e conceber projetos por meio do crédito obtido junto a terceiros, deslocando-se da estrutura baseada no risco de crédito da sociedade empreendedora para uma estrutura autônoma, ligada aos riscos inerentes à execução do projeto.

Segundo Enei (2007)<sup>28</sup>, o financiamento de projetos é uma técnica de colaboração financeira por meio da qual o empreendedor pode captar recursos para viabilizar um projeto sem expor o seu patrimônio total e balanço (conforme a experiência mandatária internacional), ou expondo-os, em menor grau, ao endividamento oriundo do financiamento (conforme a experiência que vem se desenhando no Brasil). Não obstante, o financiador externo pode conceder um empréstimo vinculado à exploração de determinado projeto, satisfazendo-se essencialmente com a capacidade de geração de receitas e com os ativos alocados ao projeto, que servem como fontes primárias de pagamento.

Project Finance trata-se, então, de uma modalidade de financiamento destinada a projetos de infraestrutura com o uso de capital intensivo, com longo prazo de amortização, estruturada nas mecânicas *non-recourse* (quando não há participação dos controladores da SPE na estrutura das dívidas contratadas) e *limited recourse* (quando é acordado certo grau de responsabilização e oneração da capacidade financeira dos controladores), de maneira que a sociedade de propósito específico (SPE) é constituída para segregar o risco do projeto do grupo econômico que estruturará o projeto.

O Project Finance não conta com delimitação normativa no ordenamento jurídico brasileiro, de forma que o desenvolvimento desse conceito no cenário jurídico nacional se apoia profundamente na experiência internacional, sobretudo no direito comparado e nas operações de financiamento executadas em projetos estrangeiros, além de se amparar nos "Princípios do Equador"<sup>29</sup>, conforme editado, que estabelece o Project Finance como modalidade de financiamento pela qual o credor leva em consideração, sobretudo, as receitas

---

<sup>27</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público Privadas, Leveraged Buy-Outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007)

<sup>28</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público Privadas, Leveraged Buy-Outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007)

<sup>29</sup> Os Princípios do Equador foram celebrados em 4 de junho de 2003 em Washington, D.C., nos Estados Unidos. Essas regras foram constituídas com base nos padrões de financiamento de infraestrutura do Banco Mundial e da Corporação Financeira Internacional (IFC), visando orientar instituições financeiras na gestão de riscos em projetos de financiamento ao redor do mundo.

geradas por um projeto como principal fonte de amortização do valor arrecadado e de garantia para o risco de crédito do projeto.

Nas operações de Project Finance, a amortização da dívida obtida junto aos financiadores é paga com a receita gerada pela exploração econômica do projeto financiado. Assim, o devedor é constituído na forma de uma SPE, que tem como propósito explorar exclusivamente a função atrelada ao projeto<sup>30</sup>. Para mitigar o risco de crédito presente nessas operações, que concentram integralmente a dívida na SPE e dependem principalmente do sucesso do empreendimento, é comum a oneração de bens e ativos da SPE, como máquinas e equipamentos, ações da própria emissão da SPE, imóveis, direitos creditórios provenientes da exploração econômica do projet etc, a fim de garantir a viabilidade dos arranjos financeiros necessários para a liberação de crédito pelos credores.

Ainda, para mitigar o risco de crédito presente nessas operações, posto que concentram a dívida de maneira integral na SPE e dependem primordialmente do sucesso do empreendimento, a oneração de bens ativos da SPE, como máquinas, ações de sua própria emissão, imóveis, outros direitos creditórios etc., se faz comum para garantir a viabilidade da implementação dos arranjos financeiros necessários para a liberação de crédito pelos credores.

Pelo exposto, podemos caracterizar dois tipos de financiamentos, sendo interessante ao presente trabalho apenas o segundo deles: **(i)** o financiamento tradicional, aquele referente ao financiamento corporativo, em que o risco do projeto se fia na capacidade financeira da sociedade e do grupo econômico em que a sociedade está inserida em adimplir com a dívida contraída, sendo a atividade financiada parte do escopo de negócios e atividades da sociedade; e **(ii)** project finance, em que o projeto financiado é segregado da matriz de risco da sociedade controladora, sendo o projeto financiado, garantido e adimplido dentro do escopo da SPE, com recursos advindos da operacionalização da atividade-fim do projeto e da própria SPE.

A prática brasileira, contudo, ao transpor para projetos nacionais a mecânica de *project finance*, em conjunto com suas estruturas de capital *non-recourse* e *limited-recourse*, se desvia da prática do mercado internacional, seja por apresentar um mercado de crédito ainda incipiente ou por não conferir aos investidores-credores segurança – jurídica e econômica - suficiente para se valer apenas do fluxo de caixa proveniente do projeto.

O escopo *non-recourse* e *limited-recourse* que compõe o project finance, em conjunto com o arranjo societário da operação (constituição de SPE para a realização do projeto) se torna a atraente para os empreendedores<sup>31-32</sup> da operação, posto que toda a estrutura de dívida que será construída fica ao largo do balanço patrimonial do grupo econômico/holding

---

<sup>30</sup> VINTER, G. D. Project Finance. 2. ed. London, England: Sweet & Maxwell, 1998.

<sup>31</sup> No direito comparado, é utilizado o termo “sponsor” para designar os controladores que são responsáveis pela SPE e pela integralização do capital da companhia; no presente trabalho, será utilizado “empreendedor” ou “controlador”, que tem significado mais próximo do pretendido pela literatura estrangeira que “patrocinador”.

<sup>32</sup> Para a definição de sponsor no direito comparado, ver: YESCOMBE, E. R. Principles of project finance. 2. ed. San Diego, CA: Academic Press, 2017; e VINTER, G. D. Project Finance. 2. ed. London, England: Sweet & Maxwell, 1998.

– prática conhecida como *off balance sheet*, não comprometendo o perfil de crédito ou a análise das métricas e resultados financeiros da holding em suas operações cotidianas junto ao mercado financeiro e de capitais<sup>33</sup>. Isso não significa, contudo, que a holding fica isenta de explicações em auditorias seja a respeito das operações e sua própria saúde financeira e de suas controladas ou a respeito das estruturas de dívida que ficam de fora de seu balanço financeiro.

Na perspectiva dos credores, as estruturas *non-recourse* e *limited-recourse* apresentam riscos de crédito de tal modo que, para garantir a segurança e estrutura do crédito concedido, o arranjo das operações vai além da dívida alavancada garantida pelo *free cash flow* do projeto, mas contam com determinado conjunto de garantias reais e fidejussórias que buscam mitigar o risco de crédito dessas operações. Assim, estruturas que conjugam além da dívida levantada junto ao mercado opções de equity e aporte de capital dos controladores têm construído a experiência brasileira em Project Finance, como veremos adiante.

A respeito da estruturação da dívida, ela é frequentemente é sindicalizada sob a liderança de um banco líder ou agente organizador, com o objetivo de reunir os recursos necessários e distribuir o risco entre vários credores, e diversas outras instituições financeiras ou clubes de investimento, que discutem igualmente os termos e condições do crédito a ser liberado.

Trataremos adiante da estrutura da dívida concentrada em títulos de dívida corporativa, às debêntures, que tem ganhado papel relevante no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Além das debêntures e notas comerciais escriturais, no âmbito do mercado de capitais, a SPE pode recorrer a outros mecanismos, como *bonds* nos mercados de capitais estrangeiros, ou ainda se socorrer das ferramentas presentes no mercado financeiro, como linhas de créditos com bancos de desenvolvimento e de fomento, empréstimos internacionais com agências multilaterais e outros produtos bancários de financiamento.

Atualmente, o mercado financeiro e de capitais conta com inúmeras estruturas de dívida para a consecução de projetos de capital intensivo, que podem envolver diferentes combinações de dívida, equity e arranjo de garantias, bem como estruturas contratuais adaptadas às características específicas de cada projeto.

## **2.2. Estrutura Jurídica de Project Finance**

A estrutura jurídica-comercial do project finance se fia na constituição de uma SPE, seja sob a forma de sociedade anônima ou limitada ou sob a forma da sociedade limitada, ambas que desenvolverão o projeto de infraestrutura, segregando a matriz de risco dos empreendedores. Cabe destacar que o mercado costuma preferir a estrutura jurídica oferecida pela sociedade anônima, seja pela robustez dos institutos que naturalmente possui, seja pelas opções de crédito via mercado de capitais possibilitadas. Quando a SPE é constituída na forma de sociedade limitada há de se lembrar que a SPE ficará restrita a emissão de notas comerciais

---

<sup>33</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público Privadas, Leveraged Buy-Outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007.

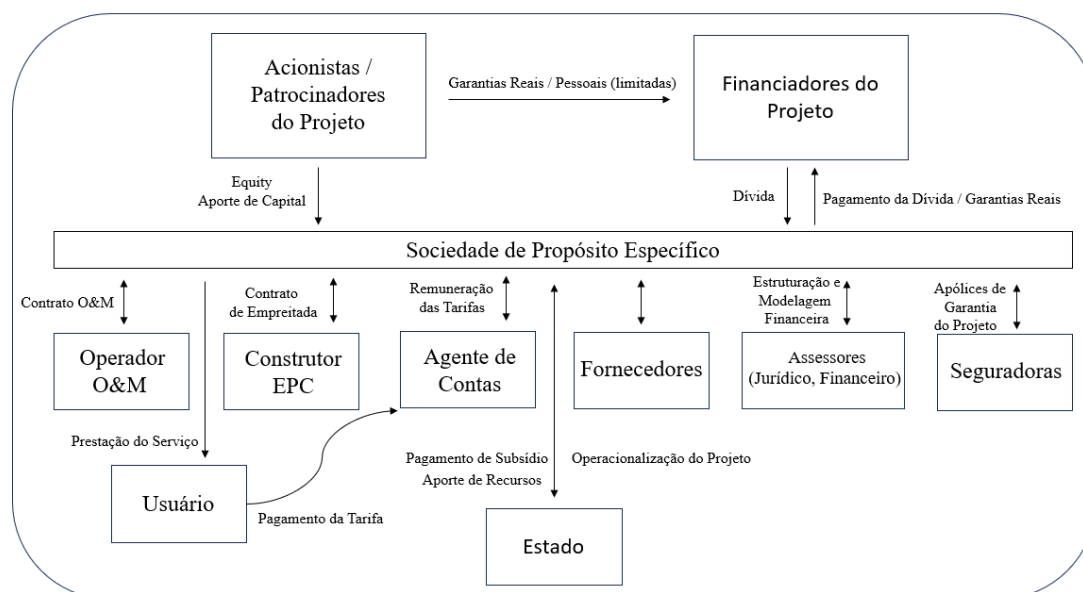
escriturais, nos termos da Lei federal n.º 14.195, de 26 de agosto de 2021<sup>34</sup> e se submeterá as regras de disclosure e governança do código civil, de certa forma impactando a análise de risco legal e de crédito do financiamento do projeto.

Dessa forma, os recursos levantados serão obtidos pela SPE, sendo que a dívida, contraída junto a terceiros (bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, instituições multilaterais, investidores do mercado de capitais etc.), e o *equity*, proveniente dos empreendedores do projeto via integralização de capital social e aporte/*capital call*, são a composição dos recursos que financiarão o projeto.

Não incomum, há a estrutura de financiamento mezanino, onde uma SPE que tem como objetivo ser a *holding* patrimonial da operação é constituída e nela são concentrados os esforços de financiamento, repassando os recursos obtidos junto ao mercado financeiro e de capitais via *equity* para as SPEs que irão de fato executar o projeto.

O arranjo da Figura 2, abaixo, representa a estrutura comum de uma operação de project finance *limited recourse*, baseada no escopo da Parceria Público-Privada entre o empreendedor, SPE e poder concedente.

**Figura 2 – Estrutura de Financiamento de Project Finance Limited Recourse**



**Fonte:** ENEI, José Virgílio Lopes. Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público Privadas, Leveraged Buy-Outs e outras figuras afins). São Paulo, Saraiva, 2007; e

<sup>34</sup> BRASIL. Lei federal nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Institui as notas comerciais escriturais, visando ao aprimoramento do ambiente de negócios no Brasil; dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior; e altera diversas leis. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 ago. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/l14195.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14195.htm). Acesso em: 10 ago 2024

TOMÁS NEIVA. Project Finance no Brasil: Análise Crítica e Propostas de Aperfeiçoamento. São Paulo, Grupo Almedina, 2020. Adaptações do autor.

O Project Finance trata-se, então, de um conjunto de contratos financeiros, administrativos e de prestação de serviços, que, quando conjugados, permitem a operacionalização de projetos de alto rendimento em infraestrutura. Podemos classificar os contratos que compõem as operações de project finance em três categorias, quais sejam **(i)** os contratos que constituem/asseguram o fluxo de caixa da operação (contratos de licitação e PPP); **(ii)** os contratos financeiros e de garantia, que arrecadam os fundos necessários para o início das construções e operacionalização do projeto, além de assegurar a higidez da estrutura de crédito e mitigação dos riscos envolvidos; e **(iii)** contratos técnicos de construção e operacionalização do projeto (contratos de O&M e EPC).

### **2.2.1. Instrumentos de Financiamento de Project Finance no Mercado Financeiro - Linha de Crédito no BNDES**

Os contratos de financiamento que levantam recursos no modelo de financiamento Project Finance representam alguns dos pontos de maior estresse dessas operações, seja do ponto de vista jurídico e econômico, seja dos estudos de viabilidade de engenharia. É nessa fase inicial em que os riscos do projeto são discutidos, alocados e mitigados, possibilitando segurança para o credor que investirá seu capital no projeto e viabilidade para a SPE que executará o projeto.

A atuação do BNDES no financiamento de projetos de infraestrutura ao longo dos anos tem sido central, atuando como relevante banco de fomento e de desembolso em prol da expansão da capacidade produtiva nacional, visando atender os segmentos do mercado não adequadamente abrangidos por instrumentos de financiamento de longo prazo oferecidos pelo mercado de capitais, esse que tem tido papel mais relevante nas últimas décadas.

Em grande medida, o investimento dispendido pelo BNDES para o financiamento da infraestrutura de mobilidade urbana é essencial, tendo em vista que o setor corresponde àquele seletivo grupo de blocos de investimento em infraestrutura que geram externalidades positivas não capturadas ou percebidas pelo mercado e, por essa razão, caracteriza-se por apresentar retornos sociais adicionais aos retornos privados. Por sua condição de investimento de capital intensivo e uso de tecnologias e procedimentos *high-end*, o setor de mobilidade urbana é marcado pela presença de monopólios naturais, que devem ser geridos pelo poder público de forma a atender as necessidades da população civil e o interesse social, aqui materializado pela consolidação do espaço e da geografia urbana das cidades.

Historicamente, o BNDES foi o banco de desenvolvimento responsável por apoiar a consolidação das indústrias de base brasileiras, além de expandir o estoque de infraestrutura, atuando no financiamento de construção e operacionalidade de portos, rodovias e malha ferroviária nacional, dentre o financiamento de inúmeras outras atividades econômicas relevantes para a sociedade brasileira (BNDES, 2017)<sup>35</sup>. Contudo, a política de investimentos e

---

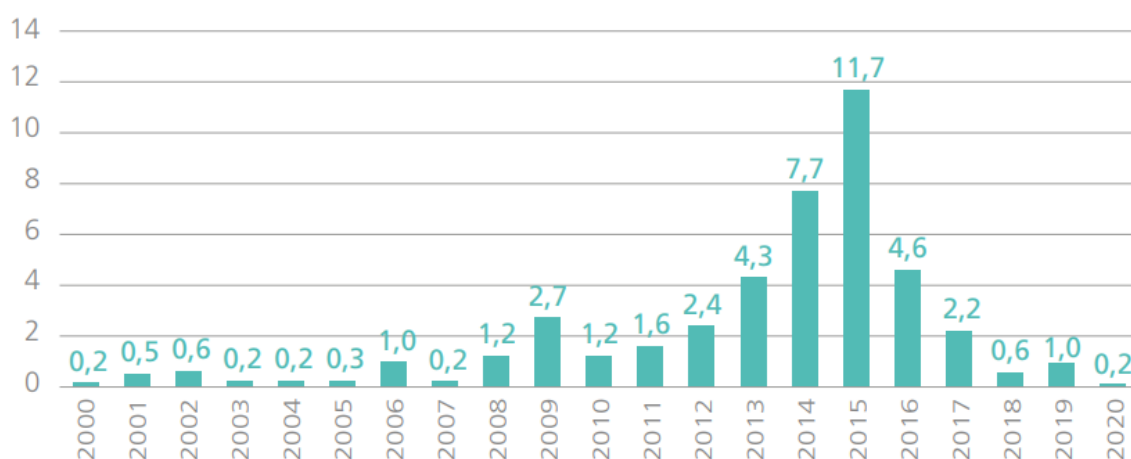
<sup>35</sup> BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Livro verde: nossa história tal como ela é. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.

apoio de capital aos agentes do mercado, sobretudo de infraestrutura, passou por uma profunda reestruturação ao remover o BNDES da posição de banco de desembolso e adotar uma postura de coordenador e estruturador junto ao mercado financeiro e de capitais.

Como indicado na Figura 3, abaixo, o valor de desembolso do BNDES para projetos ligados à mobilidade urbana diminuiu ao longo dos anos, indicando essa alteração de banco de liquidação e desembolso para estruturador das operações de infraestrutura no âmbito nacional.

**Figura 3 - Desembolsos do BNDES para Projetos de Mobilidade Urbana (2000-2020, em R\$ milhões e valores correntes) -**

DESEMBOLSO DO BNDES PARA MOBILIDADE URBANA (R\$ BILHÕES)



**Fonte:** BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Por um futuro sustentável: mobilidade urbana. Rio de Janeiro: BNDES, 2022. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/export/sites/default/.galleries/downloadgallery/POR-UM-FUTURO-SUSTENTAVEL-MOBILIDADE-URBANA.pdf>. Acesso em: 14 mar 2024

Conforme exposto acima, o setor de financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil passou por mudanças estruturais e estratégicas relevantes nos últimos dois anos. Essas mudanças se pautaram, principalmente, na redefinição de estratégia do BNDES junto ao mercado financeiro e de capitais, que tem gradualmente se retirado do papel centralizador nas operações de financiamento, para assumir determinado perfil complementar ao mercado financeiro e de capitais, proporcionando um *gap* que, intencionalmente, espera-se que seja ocupado por essas instituições financeiras e outros bancos de fomento; corrobora essa ideia as novas condições de financiamento por meio da adoção da Taxa de Longo Prazo (TLP), substituída da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que o BNDES vem adotando desde 2016.

Esse cenário abriu maior janela de oportunidades para o financiamento de projetos de infraestrutura, por meio do mercado financeiro e de capitais, para o setor privado. No entanto, a substituição do BNDES nas operações de financiamento não ocorre de forma automática; enquanto o setor privado não consolidar o mercado de capitais como alternativa viável para crédito de longo prazo, que no Brasil sofre com taxas de juros altas em razão de sua condição

de país emergente e instabilidade política, os projetos tendem a sofrer com financiamento caro e pouco atrativo para as empresas que necessitam de capital para estruturar seus projetos.

## **2.2.2. Instrumentos de Financiamento de Project Finance no Mercado de Capitais**

### **2.2.2.1. Debêntures**

Instituída legalmente pela Lei federal n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976<sup>36</sup>, e regulada conforme artigo 52 e seguintes do mesmo diploma legal, a debênture é título de dívida - e, quando distribuída publicamente, valor mobiliário - emitido pelas sociedades anônimas de capital aberto ou fechado, que confere a seus titulares direito de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão<sup>37</sup>. Assim, trata-se de mecanismo de captação de poupança de longo prazo de duração, podendo ter destinação qualquer desde que aprovada junto ao público investidor, que irá subscrever e integralizar o papel, sendo negociada entre particulares ou em mercado organizado.

A debênture encontra sua finalidade no financiamento a longo prazo da atividade econômica da companhia emissora, proporcionando reforço do fluxo de caixa, investimento em Capex/Opex, repagamento de dívidas ou qual seja a atividade pretendida pela companhia. Entendendo a debênture como valor mobiliário, quando da sua distribuição junto ao público, percebe-se o potencial intrínseco em financiar projetos de uso de capital intensivo, posto que não há limites de valor para sua emissão. Portanto, se torna atrativa por ser negociada em real, afastando, assim, o risco cambial de linhas crédito estrangeiras e *bonds*.

Trata-se, então, de um modelo robusto de contrato de mútuo mercantil, comportando a estipulação de deveres e obrigações a companhia emissora, clara destinação dos recursos capitados, mecanismos de amortização e resgate, possibilidade de conversão em ações da emissão da companhia emissora, cláusula de variação cambial – quando pensamos em investidores institucionais estrangeiros -, previsão de eventos de vencimento antecipado das obrigações, constituição de garantias reais e fidejussórias, pulverização da dívida junto ao mercado, taxas de juros potencialmente menores que aquelas negociadas via linha de crédito, sistema de tributação diferenciado etc.

Destaca-se como importante fator, sobretudo para a escolha desse instrumento como forma de estruturação do perfil da dívida dos projetos de longo prazo, a flexibilidade dos cronogramas de amortização e pagamento de remuneração das debêntures, que podem ser negociados na escritura de emissão, o que possibilita às partes adequarem os pagamentos de juros e do principal, manejando a estrutura do serviço da dívida do projeto à disponibilidade de recursos das empresas e operacionalidade do projeto.

---

<sup>36</sup> BRASIL. Lei federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.html). Acesso em: 15 de ago 2024

<sup>37</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada - Volume I, artigos 1º a 79. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.



Adiante, a disciplina legal das debêntures confere ao seu credor proteções relevantes não disponíveis ou aplicáveis a credores detentores de outros títulos ou valores mobiliários, menos ainda aos financiamentos alcançados via linhas de crédito no mercado financeiro; o caráter de conversibilidade das debêntures, previsto no artigo 57 da Lei 6.404, ou o direito de veto a ser deliberado em assembleia especial de debenturistas em determinadas matérias, conforme previsto em lei, dão ao investidor proteção adicional e previsibilidade ao capital investido.

As debêntures constituem alternativa à captação tradicional de recursos via linhas de crédito junto aos bancos de fomento e desenvolvimento, tornando o mercado de capitais nova fonte de recursos para os projetos a serem desenvolvidos. Conforme denominação da literatura estrangeira, as debêntures quando aplicadas no contexto de project finance costumam ser denominadas como "*project bonds*", já muito conhecidas no mercado exterior. Essas debêntures ligadas ao setor de infraestrutura estão geralmente vinculadas a um prazo mais longo de vencimento, entre 20 e 30 anos, e a instrumentos padronizados, com alta liquidez no mercado secundário e fácil circulação entre os investidores, além de contar com taxas de juros atrativas e pré-fixadas. Por meio dessa estrutura de arrecadação de capital, via dívida no mercado de capitais, é possível captar recursos de investidores comuns, embora tradicionalmente os investidores institucionais ainda sejam responsáveis por uma parcela maior do encarteiramento desses papéis.

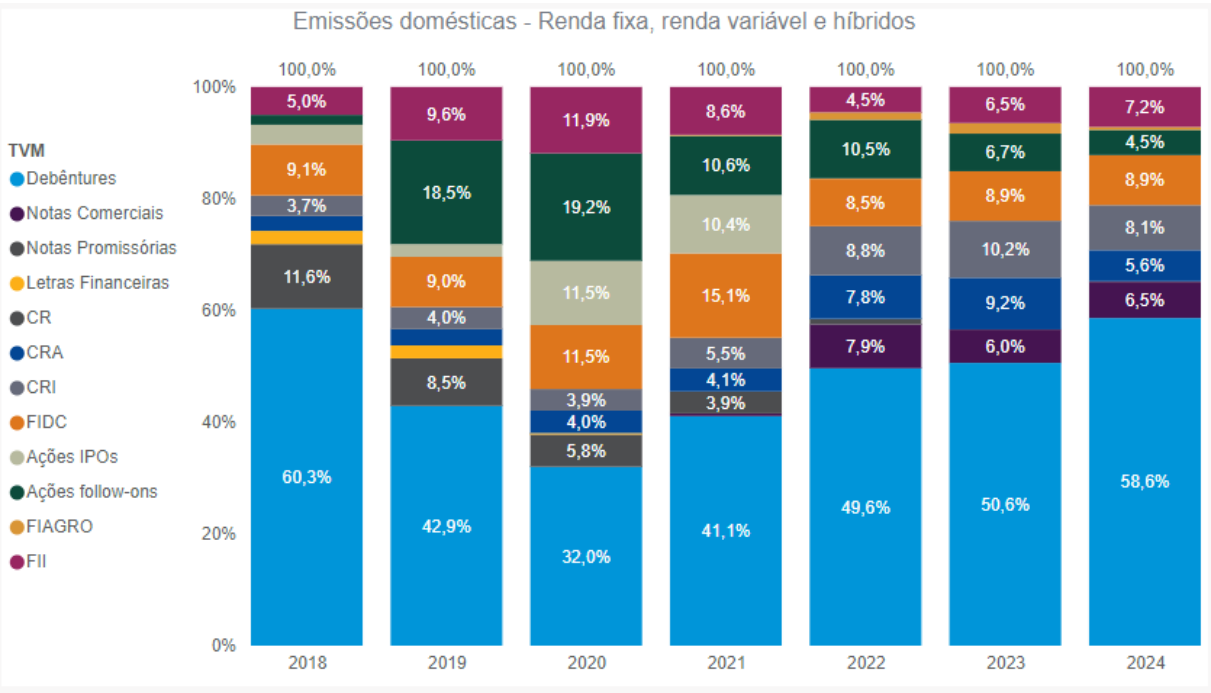
No contexto de project finance, a principal fonte de pagamento das debêntures são as receitas geradas pelos projetos ao quais eles estão atrelados, conforme previsto na destinação de recurso do valor mobiliário. Não raro, essas receitas inclusive compõem o pacote de garantias reais outorgadas pela sociedade que opera o projeto, garantindo a estrutura de fluxo de pagamento da operação e mitigando o risco de crédito dos investidores.

Nesse sentido, pensando em escopos *limited recourse*, apesar do comparecimento dos controladores diretos e indiretos da SPE para a prestação de garantias fidejussórias junto ao projeto, as debêntures emitidas para o fim de captação de recurso junto ao mercado de capitais se sustentam tradicionalmente nas garantias geradas pelo próprio empreendimento, como alienação fiduciária de imóveis, máquinas e equipamentos, ações de emissão da própria SPE e/ou suas controladas, cessão fiduciária de contas vinculadas e direitos creditórios, etc.

Esse modelo confere vantagens significativas em relação às outras formas de financiamento, como as linhas de créditos junto a instituições financeiras, seja mais eficiente para pulverizar a dívida e atingir maior público investidor, aumentando o valor de recurso captado, seja para discussão mais profunda dos riscos atrelados ao projeto (engenharia, ambiental, crédito, ESG).

Ao longo dos anos, é expressiva a participação dos títulos de renda fixa no mercado de capitais brasileiro, sobretudo a faixa desse mercado que é composto por debêntures, conforme disposto na Figura 4, a seguir:

**Figura 4 – Ofertas Públicas de Valores Mobiliários no Mercado de Capitais Brasileiro**



**Fonte:** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Emissões domésticas - Renda fixa, renda variável e híbridos. Acesso em 19 maio 2024

Os dados apresentados pela ANBIMA reforçam a percepção de que há novo fôlego no mercado de capitais, que busca preencher a lacuna deixada pelo BNDES nos financiamentos a projetos de infraestrutura, em uma tendência muito sustentada pelo interesse dos investidores comuns – especialmente pessoas físicas atraídas pela rentabilidade desses valores mobiliários, num cenário macroeconômico de manutenção da alta da taxa de juros básica (SELIC) –, pelos prazos mais longos de retorno das debêntures e pelos benefícios fiscais. É visível, pois, que o mercado nacional de dívida está se desenvolvendo e se fortalecendo e que nesse processo as debêntures se tornaram o instrumento mais favorável à captação de recursos no setor de infraestrutura.

### 2.2.2.2. Debêntures Incentivadas

As debêntures incentivadas, conforme previstas pela Lei federal n.º 12.431, de 24 de junho de 2011<sup>38</sup>, conferem a investidores que sejam pessoas físicas e a certos fundos de investimento a aplicação de alíquota zero de imposto sobre a renda sobre os rendimentos pagos a eles, de maneira que o benefício fiscal é voltado ao investidor e não à companhia emissora, embora esta última usualmente acabe absorvendo grande parte deste benefício por meio da redução da taxa de juros praticada em tais títulos, resultando em crédito mais barato.

<sup>38</sup> BRASIL. Lei federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência de impostos sobre a renda em investimentos realizados em infraestrutura. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 jun. 2011. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/12431.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/12431.html) Acesso em: 26 jul 2024

Entende-se que as debêntures incentivadas são a modalidade do mercado local dos *project bonds*, de modo que são emitidas para o financiamento de projetos de infraestrutura de longo prazo e uso de capital intensivo, e conferem aos investidores benefícios fiscais que tornam mais atraente o investimento em projetos de infraestrutura.

No entanto, as debêntures dependem que o ministério setorial competente considere prioritário o projeto candidato a investimento. Com o aumento da procura pelo mercado de debêntures incentivadas, o preço que as companhias deixam na mesa de negociação com os bancos estruturadores caiu, o que o deixou esse mercado ainda mais competitivo.

As debêntures incentivadas constituem importante alternativa ao *project finance* tradicional estruturado como empréstimo bancário, pois tem em sua natureza o acesso a fonte relevante de poupança que se encontra junto ao público investidor que negocia títulos de valor mobiliário no mercado de capitais local. A Tabela 1, abaixo, apresenta o volume e representatividade das Debêntures Incentivada alocadas junto ao público investidor no período de janeiro de 2018 a outubro 2024, que representa volume expressivo de participação do mercado de capitais na dinâmica de financiamento dos projetos de infraestruturas assim considerados pelo Art. 2º da Lei 12.431.

**Tabela 1 – Oferta de debêntures incentivadas para o investidor por subscritor**

Investidor	R\$ Milhões	Representatividade (%)
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	R\$ 156.581 Mi	49,37%
Fundos de Investimento	R\$ 71.290 Mi	22,48%
Pessoas físicas	R\$ 55.526 Mi	17,51%
Demais investidores institucionais	R\$ 28.689 Mi	9,04%
Investidores estrangeiros	R\$ 5.096 Mi	1,61%
<b>Total</b>	<b>R\$ 317.183 Mi</b>	

Fonte: **ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA)**. Volumes de incentivadas superam 2023 no mercado primário e secundário. ANBIMA, São Paulo, 2024. Disponível em: [https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas-e-de-infraestrutura/volumes-de-incentivadas-superam-2023-no-mercado-primario-e-secundario?\\_ga=2.184006886.1979938093.1730904833-1496955291.1726233386](https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas-e-de-infraestrutura/volumes-de-incentivadas-superam-2023-no-mercado-primario-e-secundario?_ga=2.184006886.1979938093.1730904833-1496955291.1726233386). Acesso em 05 maio 2024

**2.2.2.3. Debêntures de Infraestrutura**

Recentemente, a Lei federal nº 14.801, de 10 de janeiro de 2024<sup>39</sup>, introduziu as debêntures de infraestrutura, que, em conjunto com as debêntures incentivadas e as debêntures tradicionais, são a principal forma de acesso ao mercado de capitais pelas SPE que atuam no segmento de infraestrutura no Brasil.

A emissão das debêntures de infraestrutura, nos termos do Art. 2º da Lei nº 14.801, fica facultada às SPEs, concessionárias, permissionárias, autorizatárias ou arrendatárias, constituídas sob a forma de sociedade por ações, sendo essas debêntures objeto de

<sup>39</sup> BRASIL. Lei federal nº 14.801, de 9 de janeiro de 2024. Dispõe sobre as debêntures de infraestrutura e altera a Lei federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011; e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 10 jan. 2024. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2023-2026/2024/lei/l14801.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l14801.html). Acesso em: 30 jun 2024.

distribuição pública, cujos rendimentos estarão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda na fonte, conforme alíquotas vigentes para as aplicações financeiras de renda fixa.

Os recursos arrecadados com a emissão devem ser utilizados para projetos de investimento em infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pela forma regulamentada pelo governo federal.

As debêntures de infraestrutura conferem benefício fiscal às companhias emissoras, mas não aos investidores, que consiste na possibilidade de (i) deduzir, para efeito de apuração do lucro líquido, o valor correspondente à soma dos juros pagos ou incorridos, nos termos permitidos pela legislação do imposto sobre a renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e, cumulativamente, (ii) excluir o valor correspondente a 30% (trinta por cento) dos juros pagos no exercício no âmbito das debêntures de infraestrutura na determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL.

Quanto à tributação dos investidores, as debêntures de infraestrutura não se eximem da carga tributária gerada pelo Imposto sobre a Renda, sendo à alíquota de 10% (dez por cento) quando integrarem a carteira de fundos de investimento que possuam isenção deste imposto no resgate, amortização ou alienação de cotas ou na distribuição de rendimentos, criando nova exceção à regra geral de neutralidade fiscal dos fundos de investimento (isto é, a não incidência de impostos corporativos sobre os rendimentos auferidos pela carteira do fundo de investimento).

As debêntures de infraestrutura ainda têm como requisito o enquadramento para que façam jus ao tratamento fiscal diferenciado, ou seja, os recursos captados por meio dos títulos em questão devem ser empregados em projetos de investimento considerados como prioritários nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, conforme as portarias ministeriais publicadas pelo ministério competente. Neste sentido, a nova regra não apenas lista quais são os setores econômicos em que tais projetos de infraestrutura devem ser desenvolvidos para que as debêntures serem elegíveis aos benefícios tributários, mas também o mecanismo para formalizar tal enquadramento.

Uma das principais mudanças em relação às debêntures incentivadas é a extinção da necessidade de o ministério setorial responsável editar uma portaria autorizativa específica e individual para que o projeto financiado pela Debênture de Infraestrutura seja elegível ao tratamento fiscal favorecido. Anteriormente, era necessário que o ministério setorial responsável pelo setor relativo ao projeto de infraestrutura que se desejasse considerar prioritário editasse uma portaria contendo as regras para submissão dos pedidos de autorização e procedimento de avaliação respectivo e, quando realizado o pedido de enquadramento, o ministério em voga editaria uma portaria que, individualmente, considerasse o projeto de investimento em questão como prioritário e, portanto, elegível ao tratamento fiscal disposto na Lei 12.431.

Com o advento da Lei 14.801 e das debêntures de infraestrutura, bastará o protocolo do pedido de enquadramento para que este seja automaticamente concedido, desde que

preenchidos os requisitos dispostos no Decreto nº 11.964/24, assim como de eventuais requisitos adicionais formulados nas portarias procedimentais editadas por cada um dos ministérios setoriais competentes.

Não obstante, os ministérios setoriais ainda serão competentes para editar as portarias necessárias, relativas não apenas ao mecanismo de submissão dos projetos e requisitos para os pedidos, mas também às regras de fiscalização e detalhamento dos requisitos adicionais para enquadramento do projeto em si.

Com efeito, o Decreto 11.964 determina que apenas despesas de capital serão elegíveis como destinação de recursos para as debêntures de infraestrutura e debêntures Incentivadas, de modo que despesas que não sejam consideradas como tal – por exemplo, despesas de natureza operacional – deixam de ser elegíveis como destinação e, por consequência, de compor o montante passível de emissão em tais títulos.

Outra mudança relevante, principalmente no escopo de Project Finance, é a nova diretiva que determina que os projetos de infraestrutura elegíveis serão exclusivamente aqueles que sejam objeto de instrumento de concessão, permissão, autorização ou arrendamento. Ainda, fica estabelecido que tais projetos deverão envolver ações de implantação, ampliação, recuperação, adequação ou modernização.

Adiante, a Lei 14.801 em conjunto com o Decreto 11.964, estabeleceu que uma mesma emissão de debêntures não estará apta para ser simultaneamente considerada uma Debênture de Infraestrutura e uma Debênture Incentivada, mesmo que em múltiplas séries de emissão. Contudo, é permitido que haja emissões diferentes da mesma companhia com enquadramentos diferentes, considerando que a soma do valor das emissões não exceda o valor das despesas de capital (capex) do projeto financiado.

#### **2.2.2.4. Notas Comerciais Escriturais**

Instituídas pela Lei n.º 14.195, as notas comerciais escriturais são títulos de crédito não conversíveis em ações, de livre negociação, que se distinguem das debêntures por sua natureza específica e regulamentação própria. Elas podem ser emitidas por sociedades anônimas, sociedades limitadas e sociedades cooperativas, conforme disposto no artigo 46, sendo a deliberação sobre sua emissão competência dos órgãos de administração ou do administrador do emissor, conforme o ato constitutivo da empresa. Cabe ressaltar que, via de regra, é título de valor mobiliário emitido pelas sociedade limitadas, posto a vedação a emissão de debêntures por esse tipo de companhia conforme a Lei n.º 6.404.

A emissão das notas comerciais deve observar as características estabelecidas no artigo 47, que incluem a denominação de nota comercial, a razão social do emitente, local e data de emissão, número da emissão e divisão em séries quando houver, valor nominal, local de pagamento, descrição das garantias reais ou fidejussórias, data e condições de vencimento, taxa de juros fixa ou flutuante com possibilidade de capitalização, cláusulas de amortização e rendimentos, correção por índice de preço e eventuais aditamentos ou retificações. Essas características devem estar claramente delineadas no termo constitutivo.

As notas comerciais escriturais possuem natureza de título executivo extrajudicial, conforme o artigo 48, podendo ser executadas independentemente de protesto mediante certidão emitida pelo escriturador ou pelo depositário central quando houver depósito centralizado. A titularidade dessas notas é registrada por sistemas informatizados dos escrituradores ou depositários centrais. Além disso, a CVM pode estabelecer requisitos adicionais para notas comerciais ofertadas publicamente ou admitidas à negociação em mercados regulamentados, incluindo a contratação de agente fiduciário, conforme o artigo 50.

As notas comerciais escriturais, junto das debêntures, servem como uma alternativa eficiente à captação tradicional de recursos por meio de linhas de crédito bancárias, oferecendo vantagens como maior agilidade na emissão, redução de custos financeiros, flexibilidade nas condições de pagamento e possibilidade de pulverização da dívida, atingindo um público mais amplo de investidores.

#### **2.2.2.5. Bonds**

Instituídos como instrumentos financeiros amplamente utilizados no mercado de capitais internacional, adotando aqui o recorte do mercado de capitais do EUA, os bonds são títulos de dívida emitidos por entidades públicas ou privadas com o objetivo de captar recursos junto a investidores, mediante a promessa de pagamento de juros periódicos e a devolução do principal no vencimento<sup>40</sup>. Assim como as debêntures, os bonds podem ser estruturados com diferentes garantias e condições de pagamento, além das já vistas possibilidade de conversão em ações, adoção de covenants, condições de pré-pagamento e resgate, etc.

Embora apresentem características semelhantes a outros instrumentos de dívida, como as debêntures no Brasil, os bonds possuem regulamentação específica em seus mercados emissores, e se diferenciam não apenas em termos de regulamentação, mas também em relação aos riscos associados, especialmente o risco de câmbio, que deve ser considerado tanto pelos investidores quanto pelos emissores.

O risco de câmbio nos bonds é, sem dúvidas, fator relevante para a companhia emissora, já que a variação na taxa de câmbio entre a moeda de emissão (considerando aqui reais – BRL) e a moeda do país do investidor (dólares – USD) pode impactar diretamente a rentabilidade efetiva do investimento<sup>41</sup>. Em um cenário de desvalorização do real em relação ao dólar, como se tem observado ao longo dos últimos anos, a estrutura de capital da dívida contraída fica prejudicada, onerando de maneira excessiva a companhia emissora e, inclusive, atrapalhando sua saúde financeira e regular prosseguimento dos negócios. Esse aspecto não está presente nas debêntures domésticas, que são emitidas e negociadas em moeda local, excluindo o risco de câmbio das emissões de valores mobiliários.

Contudo, os bonds são instrumentos que permitem a captação de recursos em mercados internacionais, pulverizando o acesso das companhias a um público de investidores maior e mais maduro. Essa internacionalização, contudo, traz consigo exigências adicionais,

---

<sup>40</sup> BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin; EDMANS, Alex. Principles of Corporate Finance. 14. ed. New York: McGraw Hill LLC, 2023.

<sup>41</sup> Ibid.

como os custos de transação maiores relacionados à estruturação da oferta, à contratação de assessores legais e financeiros mais especializados e caros, à necessidade de seguir as regulamentações do mercado de capitais do país e a adequar-se às normas de disclosure do país em que os bonds serão ofertados.<sup>42</sup>

Em suma, enquanto as debêntures representam uma alternativa tradicional e amplamente utilizada no mercado de capitais doméstico, os bonds oferecem oportunidades para empresas que desejam captar recursos em mercados internacionais, mas trazem consigo desafios adicionais, como a exposição ao risco de câmbio e a necessidade de atender a normas globais. Para investidores, os bonds configuram-se como instrumentos que combinam o potencial de diversificação geográfica e a possibilidade de obter rendimentos em moedas fortes, ao custo de uma maior complexidade na gestão de riscos e na análise de mercado<sup>43</sup>.

### **2.3. Instituições Participantes do Mercado Financeiro e de Capitais no contexto de Project Finance**

No mercado financeiro e de capitais, a intermediação de recursos desempenha papel essencial no financiamento de projetos de grande porte, especialmente no setor de infraestrutura. Na perspectiva de Project Finance, a complexidade da negociação dos contratos financeiros envolvidos, bem como os vultuosos valores a serem desembolsados, importa na ocorrência de empréstimos e linhas de créditos sindicalizadas, em que há presença de diversas instituições financeiras atuando na modelagem financeira e estruturação da matriz econômica da dívida que irá fornecer os recursos iniciais do projeto.

#### **2.3.1. Bancos Múltiplos**

Os bancos múltiplos, regulamentados pela Resolução 1.524 do Banco Central do Brasil (BACEN) em 1988, constituem um marco na organização do sistema financeiro nacional ao permitir que uma única instituição financeira combine diferentes carteiras operacionais sob uma mesma estrutura jurídica. Essas carteiras podem incluir operações típicas de banco comercial, banco de investimento, crédito imobiliário, crédito, financiamento e investimento, arrendamento mercantil e desenvolvimento, dependendo da autorização concedida pelo Banco Central. Dessa forma, os bancos múltiplos possuem a flexibilidade de atuar em diversas frentes do mercado financeiro.

Essa configuração permite que os bancos múltiplos adaptem suas estratégias de acordo com seu porte e posicionamento no mercado. Os bancos múltiplos de grande porte, por exemplo, tendem a explorar ao máximo a diversificação de suas carteiras, proporcionando um amplo leque de serviços que inclui desde operações de crédito e financiamento, passando por investimentos e leasing, até serviços de consultoria financeira e de mercado de capitais. Essa diversificação lhes permite não apenas atender a uma vasta gama de clientes — de pessoas físicas a grandes corporações — mas também mitigar riscos ao não dependerem exclusivamente de uma única linha de operação. A diversificação de receitas resultante da

---

<sup>42</sup> Ibid.

<sup>43</sup> Ver mais em: DAMODARAN, Aswath. Applied Corporate Finance. 4. ed. Nova Iorque: John Wiley & Sons, 2015.

gestão de múltiplas carteiras também auxilia esses bancos na construção de uma base financeira mais robusta, capaz de enfrentar flutuações econômicas e crises setoriais.

No contexto de project finance, os bancos múltiplos atuam principalmente na estruturação de ofertas públicas de títulos de valores mobiliários de renda fixa, posto que, ao reunirem carteiras de banco comercial e de investimento, essas instituições mobilizam capital de forma integrada e atuam como agentes estruturadores dessas operações sindicalizadas. Ao coordenarem ofertas públicas, os bancos múltiplos agregam valor ao projeto não apenas como financiadores, mas também como intermediários que facilitam o acesso ao mercado de capitais, ampliando a liquidez e a atratividade desses investimentos.

### **2.3.2. Bancos de Investimento**

Os bancos de investimentos são entidades especializadas na montagem e colocação no mercado de operações de participação ou financiamento em médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante a aplicação de recursos próprios e/ou captação, intermediação e aplicação de poupanças de terceiros. Além do capital próprio, os bancos de investimentos contam com uma ampla pauta de alternativas para captar recursos. Podem fazê-lo oferecendo aos investidores os recibos e os certificados de depósitos a prazo. Também operam como agentes financeiros do BNDES. Aos recursos obtidos internamente, somam-se os recursos provenientes do exterior.

Além do apoio financeiro às empresas, os bancos de investimentos estão capacitados, pela sua estrutura técnica, a oferecer uma série de serviços, como assessoria na realização de negócios em geral, projetos e outros. Operam também leasing financeiro, administram fundos de investimentos de renda fixa e de ações, clubes de investimento, e realizam operações de lançamentos de títulos no mercado local e no exterior.

### **2.3.3. Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFD) e Bancos de Desenvolvimento**

As Instituições Financeiras de Desenvolvimento, junto dos Bancos de Desenvolvimento, são instituições financeiras que atuam em setores/projetos de investimento que requerem financiamento de alta monta, e que muitas vezes representam alto risco agregado, seja de crédito ou operacional, o que acaba por elevar o valor do crédito a ser disponibilizado e afasta o investidor tradicional, menos sofisticado, desse mercado. A atuação dessas instituições nesses setores/projetos de longo prazo, com *durations* maiores que o comum do mercado financeiro e de capitais, via de regra complexos e custosos, que exigem expertise sofisticada para avaliação, é central para a elaboração desses projetos de capital intensivo e que podem gerar externalidades positivas para a sociedade, apesar da matriz de risco envolvida. Complementam, então, a atuação dos bancos de investimento, múltiplos e do investidor pulverizado, que podem não investir nesses projetos por fugirem de sua tese de investimento.

Ao contrário da avaliação de que as IFDs tirariam espaço de atuação do sistema financeiro privado, na realidade, elas mobilizam e atraem a participação de recursos privados, no financiamento de longo prazo e a setores/segmentos mais incertos. Isso é possível pela implementação de inovações financeiras, que podem ser desenvolvidas pelas IFDs (que incorrem no risco de entrada) e depois adotadas pelo setor privado, e pelo uso de instrumentos



financeiros de forma complementar ou conjunta (garantias, empréstimos sindicalizados, securitização, entre outros).

Além disso, a atuação das IFDs no mercado de capitais, seja provendo liquidez ou participando da oferta de ativos, é importante para impulsionar o segmento, alcançando desde empresas maduras até aquelas em estágio inicial, utilizando os mais variados instrumentos, como participação acionária, títulos privados, securitização e capital de risco. Com relação às empresas em estágio inicial, muitas não despertam o interesse do setor privado devido aos riscos elevados, principalmente em setores que têm externalidades positivas e grande impacto no desenvolvimento.

### 3. O SISTEMA METROVIÁRIO DE SÃO PAULO

O sistema metroviário de São Paulo tem origem com a constituição da Companhia do Metropolitano de São Paulo (“Metrô”) em abril de 1968, iniciando suas atividades operacionais de transporte de passageiros em 1974, com a inauguração da Linha Norte-Sul, atualmente Linha 1 – Azul do Metro. A Companhia do Metropolitano de São Paulo é controlada pelo Governo do Estado de São Paulo sob gestão da Secretaria de Estado dos Transportes Metropolitanos (STM), sendo responsável pela operação e expansão de rede metroviária e pelo planejamento de transporte metropolitano de passageiros da cidade de São Paulo e sua Região Metropolitana.

Conforme o Quadro 1, abaixo, a rede metroviária da cidade de São Paulo é composta por 6 linhas, totalizando 104,2 km de extensão e 91 estações, por onde passam cerca de 2,9 milhões passageiros diariamente, conforme estimativas do Metro. O Metrô é responsável pela operação das Linhas 1-Azul (Tucuruvi - Jabaquara), 2-Verde (Vila Madalena - Vila Prudente), 3-Vermelha (Palmeiras-Barra Funda - Corinthians-Itaquera –) e o Monotrilho da Linha 15-Prata (Jardim Colonial - Vila Prudente), somando cerca de 71 km de extensão e 63 estações. A Linha 4-Amarela é operada pela Via Quatro em regime de Parceria Público Privada desde 2010, e possui cerca 13 km de extensão e 11 estações. A Linha 5-Lilás também é operada em regime de Parceria Público Privada, mas pela Via Mobilidade, desde 2018, e possui 20,1 km e 17 estações.

**Quadro 1 – Extensão da malha metroviária de São Paulo**

REDE METROVIÁRIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
REDE METROVIÁRIA (METRÔ DE SÃO PAULO, VIA QUATRO E VIA MOBILIDADE)									
km de extensão	77,4	77,4	80,4	96,0	101,0	101,0	104,2	104,2	104,2
no. de estações	68	68	71	84	89	89	91	91	91
no. de linhas	6	6	6	6	6	6	6	6	6
LINHAS OPERADAS PELO METRÔ DE SÃO PAULO									
km de extensão	68,5	68,5	71,5	64,7	69,7	69,7	71,4	71,4	71,4
no. de estações	61	61	64	58	62	62	63	63	63
no. de linhas	5	5	5	4	4	4	4	4	4
PASSAGEIROS TRANSPORTADOS PELO METRÔ DE SÃO PAULO									
Média nos dias úteis (milhão)	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	1,8	1,9	2,6	2,9
Total anual (bilhão)	1,12	1,11	1,10	1,09	1,10	0,55	0,58	0,79	0,85

**Fonte:** Relatório Integrado de 2023 da Companhia do Metropolitano de São Paulo - Metrô. Disponível em: <https://www.metro.sp.gov.br/wp-content/uploads/2024/03/Relatorio-integrado-2023.pdf>. Acesso em 12 jul 2024.

As informações disponibilizadas no Relatório Integrado de 2023 da Companhia do Metropolitano de São Paulo<sup>44</sup> evidenciam que o sistema metroviário concentra o transporte de número expressivo de passageiros, realçando ainda mais a característica “estrutural”, conforme delineado anteriormente. O Quadro 2, abaixo, demonstra que, apesar dos desafios impostos pelo distanciamento social em razão da pandemia de COVID 2019 entre os anos de

<sup>44</sup> Relatório Integrado de 2023 da Companhia do Metropolitano de São Paulo - Metrô. Disponível em: <https://www.metro.sp.gov.br/wp-content/uploads/2024/03/Relatorio-integrado-2023.pdf>. Acesso em 14 jul 2024

2020 e 2022, o metrô ainda atuou como peça central na dinâmica de locomoção da população da cidade de São Paulo.

**Quadro 2 - Passageiros transportados no sistema de transporte na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) 2019 e 2020, 2021, 2022 e 2023**

	Passageiros 2019 (milhões)(%)		Passageiros 2020 (milhões)(%)		Passageiros 2021 (milhões)(%)		Passageiros 2022 (milhões)(%)		Passageiros 2023 (milhões)(%)	
Transporte sobre trilhos	2.362,0	37,0	1.268,2	34,7	1.330,8	33,9	1.745,1	35,7	1.882,6	36,9
Metrô de São Paulo	1.098,0	17,2	554,4	15,2	576,4	14,7	794,2	16,3	851,2	16,7
ViaQuatro <sup>2</sup>	229,5	3,6	110,9	3,0	110,9	2,8	166,8	3,4	190,4	3,7
ViaMobilidade Linha 5 <sup>2</sup>	166,8	2,6	98,3	2,7	109,7	2,8	143,2	2,9	154,9	3,0
ViaMobilidade Linhas 8 e 9 <sup>3</sup>	-	-	-	-	-	-	199,5	4,1	228,7	4,5
Trem Metropolitano – CPTM <sup>1</sup>	867,7	13,6	504,6	13,8	533,8	13,6	441,4	9,0	457,4	9,0

**Fonte:** Relatório Integrado de 2023 da Companhia do Metropolitano de São Paulo - Metrô. Disponível em: <https://www.metro.sp.gov.br/wp-content/uploads/2024/03/Relatorio-integrado-2023.pdf>. Acesso em 17 jul 2024

**3.1. Concessão Patrocinada da Linha 6 – Laranja**

Com edital de licitação publicado em 2013, prevendo a concessão na modalidade patrocinada, o processo de licitação para a implementação da Linha 6 – Laranja do Metrô foi vencido pela Move São Paulo S.A. ("Move SP") que, com a celebração do Contrato de Concessão Patrocinada n.º 015/2013 ("Contrato" ou "Concessão"), teve por objeto a outorga de concessão à CEDENTE para a prestação de serviços públicos de transporte de passageiros da Linha 6 - Laranja de metrô de São Paulo, Estado de São Paulo. A empresa se tornou a responsável pela implantação das obras civis e sistemas, pelo fornecimento do material rodante, operação, conservação, manutenção, exploração e expansão da Linha 6 – Laranja.

Inicialmente, o Contrato previu 3 fases do projeto de implantação e operação da Linha 6 – Laranja, quais sejam: **(i)** "FASE I" para a implantação de infraestrutura; **(ii)** "FASE II" para operação, conservação e manutenção dos serviços; e **(iii)** "FASE III" para eventual expansão da Linha 6 Laranja, estabelecendo o prazo de 25 (vinte e cinco) anos de vigência para a Concessão.

Durante a execução do avençado na Concessão, houve diversos atrasos do cronograma de implantação da Linha 6 - Laranja para o cumprimento da "FASE I", relacionados a dificuldade com os processos de expropriação para início das obras e agravados pela dificuldade da Move SP em conseguir recursos o suficiente para a implantação do projeto <sup>45</sup>.

Em janeiro de 2018, a Move SP distribuiu ação judicial para a rescisão do Contrato, frente às dificuldades de engenharia e, sobretudo, de financiamento que estava enfrentando. Em março do mesmo ano, por meio do Ofício GS/STM no 100/2018 ("Processo STM/144689"), o Governo do Estado de São Paulo informou à MOVE SP sobre a instauração do processo administrativo STM/L44689 para a apuração e declaração da caducidade da Concessão, que foi seguido pela instauração do procedimento arbitral n.º 21/2018, movido pela Move SP, para

<sup>45</sup> FOLHA DE S.PAULO. Sem recursos, consórcio suspende obras da Linha 6-Laranja do Metrô. Folha de S.Paulo, São Paulo, 02 set. 2016. Disponível em: Acesso em: 07 outubro 2024.

apuração dos fatos que levaram a dificuldades de implantação e exploração da Linha 6 – Laranja.

O Processo STM/144689 culminou na declaração da caducidade da Concessão, conforme o Decreto Estadual 63.915/2019, tendo postergada a produção de efeitos para 13 de agosto de 2019, em face da necessidade de providências por parte do Governo do Estado de São Paulo previamente à assunção dos serviços concedidos, período durante o qual o Contrato permaneceu vigente. A postergação da caducidade ocorreu até 22 de junho de 2020, período durante o qual o Contrato permaneceu vigente, tendo sido o Decreto Estadual nº 64.988/2020 o último a ser editado para tal finalidade.

Em 04 de fevereiro de 2020, foi enfim celebrada a transferência da concessão entre a Move SP e a Concessionária Linha Uni. Com o julgamento pela improcedência da ADI 2946, permitindo então a transferência de concessão mediante a prévia anuência do poder concedente, nos termos do art. 27 da Lei federal n.º 8.9871, de 13 de fevereiro de 1995<sup>46</sup>, e da Cláusula 49ª do Contrato, pavimentou-se o caminho para retomada da obras pela Concessionária Linha Universidade, SPE controlada pelo grupo espanhol Acciona, com a readequação do prazo de duração da PPP e reequilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão, que conta com dois termos aditivos que estabelecem as novas condições de continuidade do projeto.

### **3.2. O Financiamento da Linha 6 – Laranja**

Em dezembro de 2021, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a SPE Concessionária Linha Universidade S.A. assinaram o contrato de financiamento no valor de R\$ 6,9 bilhões para implantação da Linha 6-Laranja. Os acionistas (Acciona, Stoa, Societe Generale e Linha Universidade Investimentos) da concessionária, por outro lado, têm o compromisso de aportar R\$ 2,9 bilhões de capital próprio (equity), na forma de capital social a ser integralizado pelos acionistas. Além da Linha de Crédito (conforme abaixo definida) aberta junto ao BNDES e do compromisso de aporte de capital pelos acionistas, a Linha Uni realizou 3 (três) emissões de debêntures *ponte*<sup>47</sup>, que consistem em debêntures de emissão pública com curto prazo de vencimento e que são emitidas com o intuito de serem posteriormente resgatadas pela emissão definitiva, já colocada à negociação e integralizada no mercado organizado.

---

<sup>46</sup> BRASIL. Lei federal nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no artigo 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 fev. 1995. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8987cons.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8987cons.html). Acesso em: 23 out 2024.

<sup>47</sup> Advindo do conceito de empréstimo-ponte, as debêntures-pontes são forma de financiamento de projetos, com o objetivo de agilizar gastos de capital através da concessão de recursos durante o período de estruturação da operação de financiamento de longo prazo, à qual o empréstimo-ponte deve estar, necessariamente, associado; o empréstimo-ponte, via de regra, é resgatado pelo empréstimo definitivo (ou de longo prazo). Ver mais em: DAVIS POLK & WARDWELL LLP. Rethinking bridge loan facilities. [S.l.]: IFLR, mar. 2023. Disponível em: <https://www.davispolk.com/sites/default/files/2023-03/IFLR%20-%20Rethinking%20bridge%20loan%20facilities.pdf>.

Ainda, via mercado de capitais, a Linha Uni já emitiu cerca de R\$ 2 bilhões de reais em debêntures, o que reforça a capacidade do Project Finance de mobilizar recursos privados em larga escala para financiar projetos de infraestrutura. Esse volume significativo de captação via debêntures demonstra que os investidores profissionais, nos termos da Resolução CVM n.º 30, de 11 de maio de 2021<sup>48</sup> ("Investidores"), possuem interesse na negociação desses papéis ligados aos projetos de infraestrutura no Brasil (ver Tabela 1, acima). Além disso, evidencia o papel estratégico das debêntures como alternativa viável e eficiente para complementar o financiamento tradicional, reduzindo a dependência de recursos públicos e diversificando as fontes de investimento para projetos complexos e de longo prazo.

Por fim, a estruturação financeira da Linha 6 - Laranja é inovadora quando comparada ao usual de Project Finance no Brasil, dado que na estruturação dos financiamentos da implantação da Linha 6 - Laranja os financiadores e fiadores contam principalmente com garantias de projeto (receitas e direitos da concessão), inclusive na fase de construção, enquanto o padrão nacional é contar com garantias oferecidas pelos acionistas até a finalização dos investimentos e performance financeira do projeto.

### **3.2.1. O Contrato de Abertura de Crédito com o BNDES**

Celebrado em 23 de dezembro de 2021, o Contrato de Abertura de Crédito n.º 21.2.0432.1<sup>49</sup> ("Linha de Crédito") foi o passo inicial da Concessionária Linha Universidade S.A. ("Linha Uni"), sucessora da Move SP, para os esforços de financiamento e execução do projeto da Linha 6 - Laranja do Metrô de São Paulo ("Projeto").

A Linha de Crédito firmada entre BNDES e Linha Uni totaliza R\$ 6.900.000.000,00 (seis bilhões e novecentos milhões de reais), que são compostos pelo FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador - e FAT - Depósitos Especiais do Fundo de Participação PIS/PASEP, dividido em 4 (quatro) *tranches*, que serão desembolsadas e destinadas ao Projeto conforme a evolução do cronograma de obras e cumprimento das condições precedentes ao desembolso, conforme previsto no contrato. Não obstante, os valores disponibilizados poderão ser utilizados pela Linha Uni até 15 de fevereiro de 2026, quando a Linha de Crédito será encerrada.

As *tranches* estão divididas da seguinte forma: **(i)** a primeira *tranch* é de R\$ 1.969.188.000,00 (um bilhão novecentos e sessenta e nove milhões cento e oitenta e oito mil reais), destinada à implementação da Linha 6 - Laranja do Metrô de São Paulo ("Tranch A"); **(ii)** a segunda *tranch* é de R\$ 1.373.040.000,00 (um bilhão trezentos e setenta e três milhões e quarenta mil reais), destinada a apoiar a aquisição de material rodante e sistemas eficientes destinados ao Projeto ("Tranch B"); **(iii)** a terceira *tranch* é de R\$ 3.514.256.000,00 (três bilhões,

---

<sup>48</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n.º 30, de 11 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol030consolid.pdf>. Acesso em: 10 nov 2024

<sup>49</sup> 1º OFICIAL DE REGISTRO DE TÍTULOS E DOCUMENTOS DA COMARCA DE SÃO PAULO. Contrato de Abertura de Crédito n.º 21.2.0432.1, celebrado pelo BNDES e Concessionária Linha Universidade S.A. em 23/12/2021. Documento protocolado sob o nº 3.744.000 em 15/02/2022. e registrado eletronicamente para fins de publicidade e/ou eficácia contra terceiros sob o nº 3.672.123, em 15/02/2022.

quinhentos e quatorze milhões e duzentos e cinquenta e seis mil reais), destinada a apoiar a implementação da Linha 6 do metrô da cidade de São Paulo ("Tranch C"); e a **(iii)** a quarta *tranch* é de R\$ 43.516.000,00 (quarenta e três milhões e quinhentos e dezesseis mil reais), que será destinada para apoiar investimentos em programas sociais ("Tranch D").

A Remuneração do crédito disponibilizado consistirá na variação acumulada IPCA, calculado de forma pro rata temporis, acrescida da taxa de juros prefixada de 4,10% (quatro inteiros e dez centésimos por cento) ao ano para a Tranch A e Tranch C, e pelo spread do BNDES de 3,79% (três inteiros e setenta e nove centésimos por cento) ao ano para a Tranch B e Tranch D. As Tranch A, B e D serão amortizadas em 199 parcelas mensais, com carência até 15 de março de 2026; já a Tranch C será amortizada em 199 parcelas mensais, mas contará com cálculo do valor a ser amortizado de forma diferenciada, em razão dos juros que são devidos no âmbito dessa Tranch.

A Linha de Crédito contará com **(i)** garantia fidejussória, na forma de fiança bancária a ser prestada em favor do BNDES, por 11 bancos, quais sejam o BNP Paribas, Santander; JP Morgan, Instituto de Crédito Oficial; Corporação Andina de Fomento; SMBC Br; SMBC NY, Intesa Sanpaolo, Credit Agricole, Bradesco e ABC Brasil - as garantias bancárias na forma de carta de fiança totalizam cerca de R\$ 3,3 bilhões; e **(ii)** garantias reais, na forma de **(a)** alienação fiduciária de ações de emissão da Linha Uni e **(b)** cessão fiduciária de direitos creditórios e econômicos.

### **3.3. As Emissões de Debêntures da Concessionária Linha Universidade**

Atualmente, a Linha Uni conta com 5 (cinco) emissões públicas de debêntures, nos termos da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009<sup>50</sup>, revogada pela Resolução CVM 160, de 13 de julho de 2022<sup>51</sup>, estando apenas as debêntures da 5ª (quinta) emissão em circulação. A primeira emissão da Linha Uni ocorreu em 02/10/2020, e pode ser considerada como emissão *bridge*, junto da 2ª (segunda) e 3ª (terceira) emissões, posto que esses valores mobiliários foram emitidos com vencimento para um ano a contar da data de sua emissão. A 4ª (quarta) e 5ª (quinta) emissões da Linha Uni são de longo prazo, sendo assim os financiamentos seniores da emissora no mercado de capitais. A emissão das debêntures constitui um pilar fundamental no plano de financiamento da Linha 6 – Laranja, permitindo o acesso a recursos de longo prazo com custos competitivos, complementando o crédito fornecido pelo BNDES ao longo da implantação do Projeto.

#### **3.3.1. Quarta e Quinta Emissões de de Debêntures**

A Escritura de Emissão da 4ª (quarta) emissão de debêntures da Linha Uni, formalizada em 11 de outubro de 2021, apresenta os termos e condições da primeira emissão de longo

---

<sup>50</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst476consolid.pdf>. Acesso em: 12 de nov 2024

<sup>51</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n.º 160, de 13 de julho de 2022. Consolida as normas sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160consolid.pdf>. Acesso em: 12 nov 2024

prazo de valores mobiliários da SPE, com recursos destinados ao resgate das debêntures-ponte e direcionamento dos valores restantes à implementação do Projeto.

A Escritura de Emissão da 5ª (quinta) emissão de debêntures da Linha Uni, formalizada em 29 de setembro de 2023, apresenta os termos e condições da segunda emissão de longo prazo de valores mobiliários da SPE, destinados a viabilizar o financiamento do projeto da Linha 6 – Laranja do Metrô de São Paulo.

A emissão compreende debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia real, com garantia fidejussória adicional, com vencimentos e amortizações estruturados de acordo com o fluxo de caixa esperado do projeto. As debêntures foram emitidas no âmbito da Lei nº 12.431/2011, que regula ofertas públicas voltadas ao financiamento de infraestrutura, garantindo benefícios fiscais aos Investidores.

Para assegurar o cumprimento das obrigações financeiras, foram constituídas garantias reais e fidejussórias, quais sejam cessão fiduciária de recebíveis, alienação fiduciária de ações da Linha Uni e fiança bancária. Há de se ressaltar que as garantias outorgadas no âmbito da 5ª (quinta) emissão da Linha Uni são compartilhadas no bojo da Linha de Crédito contrada junto ao BNDES.

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Para além dos aspectos financeiros, o Project Finance também desempenha um papel estratégico na modernização dos mecanismos de governança, impacto social e ambiental, ao criar estruturas mais transparentes e eficientes para a gestão de projetos, ter atrelado ao cronograma de desembolsos a realização de programas sociais e o cumprimento de índices de empregabilidade que incluam pessoas invisibilizadas e, além disso, ter um *standard* de responsabilidade ambiental elevado.

O modelo de Project Finance executado pela Linha Universidade<sup>52</sup>, por exemplo, deve atender esses parâmetros Ambientais, Sociais e de Governança ("ASG") impostos pelo BNDES na Linha de Crédito e negociado junto aos Investidores em suas ofertas públicas no mercado de capitais, seja como condição precedente ao desembolso ou como obrigações de fazer ou em declarações prestadas junto aos contratos de financiamento firmados.

Esse modelo incentiva a adoção de práticas robustas de governança corporativa, garantindo maior accountability e supervisão por parte dos diversos stakeholders envolvidos, desde investidores e financiadores até órgãos reguladores e a sociedade civil. A exigência de transparência nos processos de contratação, alocação de recursos e monitoramento de desempenho contribui para a redução de riscos de corrupção e má gestão, promovendo maior confiança nos projetos financiados.

Além disso, projetos estruturados sob a lógica do Project Finance frequentemente funcionam como catalisadores para a incorporação de inovações tecnológicas. A busca por eficiência e competitividade em um ambiente de intensa fiscalização incentiva o uso de ferramentas avançadas, importação de novas ferramentas, treinamento e capacitação da mão

---

<sup>52</sup> Ver mais em: <https://www.estacaosustentar.com.br/>

de obra local contratada, bem como acordos de propriedade intelectual que possibilitam o crescimento da indústria nacional.

Nesse sentido, o Project Finance transcende sua função de ferramenta financeira, servindo também como meio de transformação da realidade social dos ambientes que são beneficiados pelos investimentos em infraestrutura nesse modelo. No caso específico da mobilidade urbana, a aplicação do Project Finance pode impulsionar uma transformação profunda no planejamento, na gestão e na execução de projetos essenciais para o desenvolvimento das cidades e seus planos diretores, proporcionando centros urbanos funcionais e integrados. Essa lógica contribui para a redução das desigualdades no acesso aos aparelhos urbanos, oferecendo serviços de transporte mais inclusivos e acessíveis, além de criar novas oportunidades para a integração econômica e social em áreas metropolitanas, marcadas por segregação socioespacial.

Com a mobilidade urbana como ponto focal do desenvolvimento econômico da metrópole, reduzindo custos de transação proporcionados pela falta de logística e integração urbana dos serviços de transporte coletivo de massas, projetos bem-sucedidos não apenas proporcionam melhorias imediatas na qualidade de vida da população, mas também geram efeitos multiplicadores em termos de desenvolvimento econômico, social e ambiental. Eles contribuem para uma nova dinâmica nas cidades, onde a infraestrutura não é apenas uma resposta a demandas crescentes, mas também uma plataforma para criar um futuro mais inclusivo, sustentável e conectado.

Portanto, o Project Finance não se limita a resolver problemas imediatos de financiamento. Ele representa um modelo de desenvolvimento que pode redefinir a forma como o Brasil aborda suas demandas estruturais, construindo bases sólidas para um crescimento sustentável e inclusivo, capaz de transformar o potencial do país em resultados concretos para a sociedade.



## 5. BIBLIOGRAFIA

### Obras:

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Livro verde: nossa história tal como ela é. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Project finance e infra-estrutura: descrição e críticas. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. [105]-121, jun. 1998. Disponível em: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11922>. Acesso em 12 de dez de 2023

BONOMI, Cláudio Augusto; MALVESI, Oscar. Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin; EDMANS, Alex. Principles of Corporate Finance. 14. ed. New York: McGraw Hill LLC, 2023.

BRENNER, N. Espaço de Urbanização: o Urbano a partir da Teoria Crítica. Rio de Janeiro: Letra Capital, Observatório das Metrópoles, 2018.

CANTIDIANO, Luis Eduardo; MUNIZ, Igor (Org.). Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

CARVALHO, André Castro; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e – (Coords.). Manual de Project Finance no Direito Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

CARVALHO, André Castro. Direito da Infraestrutura: Perspectiva Pública. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DAMODARAN, Aswath. Applied Corporate Finance. 4. ed. Nova Iorque: John Wiley & Sons, 2015.

DAVIS POLK & WARDWELL LLP. Rethinking bridge loan facilities. [S.l.]: IFLR, mar. 2023. Disponível em: <https://www.davispolk.com/sites/default/files/2023-03/IFLR%20-%20Rethinking%20bridge%20loan%20facilities.pdf>. Acesso em: 08 nov 2024

ENEI, José Virgílio Lopes. Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público Privadas, Leveraged Buy-Outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada - Volume I, artigos 1º a 79. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

FAVERET, F. G. P. Financiamento da infraestrutura e capacidade de desembolso do BNDES: reflexões e cenário para 2023/2030. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/32835/texto-de-discussao-5-financiamento-da-infraestrutura.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 30 maio 2023.

FGV CERI. Desafios da Municipalidade: Mobilidade Urbana. Rio de Janeiro. Editora FGV, 2016.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Financiamento da infraestrutura: uma agenda de reformas e inovação. Rio de Janeiro: FGV, 2022. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2022-10/texto-de-discussao-5-financiamento-da-infraestrutura.pdf>. Acesso em: 05 out. 2024.

FIGHT, A. Introduction to project finance. Amsterdam: Elsevier/Butterworth-Heinemann, 2006.

FRISCHTAK, Cláudio; PINHEIRO, Armanda Castelar. Gargalos e soluções na infraestrutura de transporte. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014.

HOFFMAN, Scott L. The law and business of international Project Finance: a resource for governments sponsors, lenders, lawyers and project participants. 2ª ed. Ardsley (NY, EUA) e Haia: Transnational Publishers and Kluwer Law International, 2001.

INTER.B CONSULTORIA INTERNACIONAL DE NEGÓCIOS. Carta de Infraestrutura. Rio de Janeiro: Inter.B Consultoria Internacional de Negócios, 2023. Disponível em: <https://interb.com.br/carta/22a-carta-de-infraestrutura/>. Acesso em: 17 nov. 2023.

INTER.B CONSULTORIA INTERNACIONAL DE NEGÓCIOS. Carta de Infraestrutura. Rio de Janeiro: Inter.B Consultoria Internacional de Negócios, 2022. Disponível em: <https://interb.com.br/carta/21a-carta-de-infraestrutura/>. Acesso em: 17 nov. 2023.

IPEA. Infraestrutura e Planejamento no Brasil: Coordenação estatal da regulação e dos incentivos em prol do investimento – o caso do setor elétrico. 1. ed. Brasília: Livraria do IPEA, 2012.

ISODA, Marcos Kiyoto de Tani e. As concessões das linhas do Metrô de São Paulo e algumas implicações. Disponível em: <https://anpur.org.br/wp-content/uploads/2023/05/st02-18.pdf>. Acesso em: 18 set 2024.

ISODA, Marcos Kiyoto de Tani e; MORI, Klara Anna Maria Kaiser. O planejamento do metrô e suas modificações: desdobramentos na arquitetura e inserção urbana. O metrô de São Paulo em projeto: arquitetura e metrópole. São Paulo: FAUUSP, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/9786589514251>. Acesso em: 24 set 2024.

ISODA, Marcos Kiyoto de Tani; MORI, Klara Anna Maria Kaiser. O planejamento do metrô e suas modificações: desdobramentos na arquitetura e inserção urbana. Transporte sobre trilhos na Região Metropolitana de São Paulo: estudo sobre a concepção e a inserção das redes de transporte de alta capacidade. São Paulo: FAUUSP, 2013. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/directbitstream/043df994-738d-4994-9b85-551f6e35ddf3/3142402.pdf>. Acesso em: 23 set 2024.

ISODA, Marcos Kiyoto de Tani e. Transporte sobre trilhos na Região Metropolitana de São Paulo: estudo sobre a concepção e inserção das redes de transporte de alta capacidade. 2013. Dissertação (Mestrado em Planejamento Urbano e Regional) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. doi:10.11606/D.16.2013.tde-29072013-095552. Acesso em: 10 set 2024.

KLEIMEIER, Stefanie; VERSTEEG, Roald. Project finance as a driver of economic growth in low-income countries. *Review of Financial Economics*, v. 19, n. 2, p. 49-59, abr. 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2010.01.002>. Acesso em: 03 mar 2024.

KOWARICK, Lúcio. *A espoliação urbana*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.

MAGALHAES, Ana Ligia de Carvalho. *Financeirização da infraestrutura: as grandes empreiteiras nacionais e o metrô de São Paulo em transformação*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/16/16139/tde-24112021-122705/>. Acesso em: 06 jul. 2024.

MASSONETO, Luís Fernando. Aspectos Macrojurídicos do Financiamento da Infraestrutura. In: BERCOVICI, Gilberto; VALIM, Rafael. (Coord.) *Elementos de Direito da Infraestrutura*. São Paulo: Contracorrente, 2015.

MELO, Luiz Martins de. A infraestrutura de serviços públicos e o território urbano. In: LEAL, Claudio Figueiredo Coelho et al. (Org.). *Um olhar territorial para o desenvolvimento: Sudeste*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2015.

SASSEN, Saskia. As Diferentes Especializações Das Cidades Globais. *Urban Age: a worldwide investigation into the future of cities*, São Paulo, v. 1, 1. ed. 4 dez. 2008. *Urban Age* 1ª edição, São Paulo. Disponível em: [http://downloads.lsecities.net/0\\_downloads/archive/\\_SA/02\\_NewsPaper\\_Essay\\_Sassen\\_por.pdf](http://downloads.lsecities.net/0_downloads/archive/_SA/02_NewsPaper_Essay_Sassen_por.pdf). Acesso em 05 de mar de 2024.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; ALONSO, Leonardo de Almeida; CHAGAS, Eduardo Barros das; SZUSTER, Fernanda Rechtman; SUSSEKIND, Claudia Sardenberg. *O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de project finance*. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 29, mar. 2009.

TAN, W. *Principles of project and infrastructure finance*. Londres: Routledge, 2007.

NEIVA, Tomás. *Project Finance no Brasil: análise crítica e propostas de aperfeiçoamento*. São Paulo: Grupo Almedina, 2020.

VINTER, G. D. *Project Finance*. 2. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 1998.

YESCOMBE, E. R. *Principles of project finance*. 2. ed. Califórnia: Academic Press, 2017.

### **Notícias:**

BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL (BRDE). Taxa de Longo Prazo (TLP) vai substituir a TJLP a partir de 1º de janeiro. BRDE, 2023. Disponível em: <https://www.brde.com.br/noticia/taxa-de-longo-prazo-tlp-vai-substituir-a-tjlp-a-partir-de-1o-de-janeiro/>. Acesso em: 15 maio 2023.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Apoio do BNDES à infraestrutura atinge recorde histórico em 2023. BNDES, 2023. Disponível em:

<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/Apoio-do-BNDES-a-infraestrutura-atinge-recorde-historico-em-2023/>. Acesso em: 5 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Ministério da Fazenda revisa PIB e aponta perspectivas positivas para economia brasileira em 2023. Portal Gov.br, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/maio/ministerio-da-fazenda-revisa-pib-e-aponta-perspectivas-positivas-para-economia-brasileira-em-2023>". Acesso em: 28 maio 2023.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. STF julga constitucional transferência de concessão pública sem nova licitação. Supremo Tribunal Federal, 2023. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/noticias/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=483168&ori=1>. Acesso em: 11 set 2023.

DE LIRA, Roberto. Investimento em infraestrutura pode avançar, mas precisa superar dilema entre público e privado. InfoMoney, 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/investimento-em-infraestrutura-pode-avancar-mas-precisa-superar-dilema-entre-publico-e-privado/>. Acesso em: 08 novembro 2023.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV). Projeções para investimento em infraestrutura em 2022 ainda são incertas. Blog da Conjuntura Econômica - FGV IBRE, 2023. Disponível em: <https://ibre.fgv.br/blog-da-conjuntura-economica/artigos/projecoes-para-investimento-em-infraestrutura-em-2022-ainda-sao>. Acesso em: 22 maio 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA – FGV. Projeções para investimento em infraestrutura em 2022 ainda são incertas. FGV IBRE, 2023. Disponível em: <https://ibre.fgv.br/blog-da-conjuntura-economica/artigos/projecoes-para-investimento-em-infraestrutura-em-2022-ainda-sao>. Acesso em: 20 maio 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Estoque de capital. Carta de Conjuntura IPEA, 2023. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/estoque-de-capital>. Acesso em: 23 outubro 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Ipea mantém previsão de crescimento do PIB para 2023 em 1,4%. Portal IPEA, 2023. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/portal/categorias/45-todas-as-noticias/noticias/13650-ipea-mantem-previsao-de-crescimento-do-pib-para-2023-em-1-4>. Acesso em: 14 junho 2023.

VALOR ECONÔMICO. Espanhola Aena assumirá aeroporto de Congonhas em 17 de outubro. Valor Econômico, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/09/25/espanhola-aena-assumira-aeroporto-de-congonhas-em-17-de-outubro.ghml>. Acesso em: 28 maio 2023.

WORLD ECONOMIC FORUM. The Global Competitiveness Report 2019. Geneva: World Economic Forum, 2019. Disponível em: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf). Acesso em: 22 ago2023.

### **Legislação:**

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst476consolid.pdf>. Acesso em: 12 de nov 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. Consolida as normas sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160consolid.pdf>. Acesso em: 12 nov 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 30, de 11 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol030consolid.pdf>. Acesso em: 10 nov 2024.

BRASIL. Lei federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.html). Acesso em: 15 de ago 2024.

BRASIL. Lei federal nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no artigo 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 fev. 1995. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8987cons.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8987cons.html). Acesso em: 23 out 2024.

BRASIL. Lei federal nº 10.257, de 10 de julho de 2001. Regulamenta os artigos 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 11 jul. 2001. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10257.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10257.htm). Aceso em 01 ago 2024.

BRASIL. Lei federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência de impostos sobre a renda em investimentos realizados em infraestrutura. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 jun. 2011. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/l12431.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.html) Acesso em: 26 jul 2024.

BRASIL. Lei federal nº 12.587, de 3 de janeiro de 2012. Institui as diretrizes da Política Nacional de Mobilidade Urbana. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 4 jan. 2012. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2012/lei/l12587.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/l12587.htm). Acesso em: 01 ago 2024.

BRASIL. Lei federal nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Institui as notas comerciais escriturais, visando ao aprimoramento do ambiente de negócios no Brasil; dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior; e altera diversas leis. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 ago. 2021. Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/l14195.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14195.htm). Acesso em: 10 ago 2024.

BRASIL. Lei federal nº 14.801, de 9 de janeiro de 2024. Dispõe sobre as debêntures de infraestrutura e altera a Lei federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011; e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 10 jan. 2024. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2023-2026/2024/lei/l14801.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l14801.html). Acesso em: 30 jun 2024.