

Contribuição do FGV CERI para a Tomada de Subsídios ANEEL n° 006/2022

**Aprimoração das regras relativas à participação, à
possibilidade e/ou à exigência de constituição de Sociedades
de Propósito Específico – SPEs nos leilões setoriais**

JUNHO/2022



APRESENTAÇÃO

O presente documento representa contribuição independente do **Cetro de Estudos em Regulação e Infraestrutura da Fundação Getulio Vargas (FGV CERI)** para a Tomada de Subsídios nº 006/2022, instaurada pela Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, com período de contribuições de 20/04/2022 a 20/06/2022, visando debater o aprimoramento das regras relativas à participação, a possibilidade e/ou a exigência de constituição de Sociedades de Propósito Específico – SPEs nos leilões de geração e de transmissão de energia elétrica promovidos pela ANEEL.

INTRODUÇÃO E ASPECTOS CONCEITUAIS

Com a desestatização ocorrida no Brasil no final da década de 1990, especialmente após a edição da Lei Geral de Concessões de Serviços Públicos (Lei nº 8.987/1995), fomentou-se a criação de novas formas de financiamento para projetos de grande porte (YESCOMBE, 2014). Frente às exigências suscitadas pelos financiadores no aporte de capitais na sociedade patrocinadora do projeto, foi necessária a implementação de uma nova estruturação que permitisse, aos entes privados, obter financiamentos fundamentais à viabilização dos empreendimentos (BORGES; FARIA, 2002).

Em face dos vultosos recursos usualmente exigidos para a implantação de empreendimentos concessionários, as garantias corporativas de investidores poderiam ser comprometidas, retirando a capacidade de obter financiamento adicional e iniciar novos projetos.

O project finance surge assim para contornar essa restrição, sendo o risco de inadimplemento do financiamento gerenciado por meio de análise do projeto e da vinculação das receitas operacionais futuras dele advindas como garantia. Essa modalidade de financiamento tem sido largamente utilizada para viabilizar financeiramente a estruturação de grandes projetos sem comprometer o balanço dos controladores. Ao invés de garantias corporativas oferecidas com

fulcro no patrimônio do controlador, oferta-se a vinculação das receitas operacionais futuras que serão obtidas com a prestação de serviços ou da venda de bens.

De fato, nosso ordenamento jurídico não desenvolveu regulamentação específica no tocante às operações de project finance. A viabilidade da criação de sociedades de propósito específico encontra amparo legal no art. 981 do Código Civil, o qual faculta que os contratos de sociedade restrinjam seus objetivos à realização de negócio determinado.

Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2015, p. 497-498) conceituam Sociedade de Propósito Específico (SPE) como “sociedade instrumental, criada exclusivamente para determinado escopo”, afirmando ainda que “a SPE é modalidade societária que se destina basicamente à segregação de parcela do patrimônio e riscos daqueles que a integram, conferindo autonomia a determinado negócio”. A própria sociedade é titular de interesses e finalidades, os quais são diversos daqueles de seus acionistas.

A expansão do setor elétrico no Brasil tem sido em grande parte baseada em estruturas de financiamento do tipo project finance, o que acarreta uma proliferação de empresas do tipo Sociedade de Propósito Específico – SPEs. Esse movimento foi incentivado pela regulação setorial e a criação de SPEs é uma exigência regulatória para investimentos em transmissão desde os primeiros leilões, realizados no final da década de 1990. Posteriormente, se estendeu aos novos empreendimentos de geração. (DUTRA, 2016).

É preciso, no entanto, abordar de forma estruturada a racionalidade econômico-financeira que orienta a constituição das SPEs, principalmente em grandes empreendimentos de infraestrutura. Se de fato suscita um debate de práticas sensíveis, por outro, a experiência também as mostra como importantes veículos para isolamento de riscos e dimensionamento de custos.

Quando se analisa a literatura de finanças corporativas, Myers & Majluf (1984) mencionam a criação de “spin-off Project companies”. De acordo com os autores, na realização de um novo investimento há uma inerente assimetria de informação entre as firmas e investidores (externos), tanto sobre o valor dos ativos existentes, quanto dos novos projetos. Essa assimetria reduziria incentivos a investir. Uma alternativa seria criar entidades isoladas, novas, como as SPEs, nas quais o conhecimento é mais uniforme.

Se de um lado há benefícios e racionalidade econômica na criação de SPEs, cabe avaliar como assegurar que essa descentralização seja acompanhada de governança adequada e compromisso com controle (*accountability*).

O tema discutido nesta Tomada de Subsídios expõe a problemática relacionada à criação de sociedade de propósito específico e o grau de especificidade do objeto social das SPEs, a

estruturação contratual, a alocação dos riscos nos leilões de geração e de transmissão de energia, e a constituição de garantias. Tais aspectos apresentam significativa relevância jurídica e demandam reflexão e um melhor posicionamento da agência reguladora.

Considerando a inexistência de definição legal a respeito das SPEs, a ANEEL mais uma vez sai na vanguarda ao propor reflexões sobre os contornos desta figura dentro do contexto dos leilões de geração e de transmissão de energia elétrica.

DEFINIÇÃO DE SPE

Como bem pontuado na Nota Técnica nº 18/2022-SEL/ANEEL, “não há norma que determine que a sociedade interessada em receber por transferência a delegação (outorga) seja uma SPE, bem como não há na Norma existente qualquer referência ou exigência relativa à especificidade dos propósitos das sociedades envolvidas nas operações de transferências de controle societário”.

Conforme destacam Egon Bockmann Moreira e Bernardo Strobel Guimarães (2014, p. 497), a SPE é “sociedade instrumental, criada exclusivamente para determinado escopo”. Desta feita, pode-se inferir que após sua constituição, não se faz possível a alteração de seu objeto social, considerando-se que é criada justamente para a realização daquele projeto específico.

Considerando-se a intenção da adoção das SPEs como forma de isolar riscos, a afetação patrimonial parece ser chave.

Em SPEs de incorporação imobiliária, há jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) no sentido de que a estipulação da sociedade de propósito específico tem sua razão de ser na execução de um objeto social único, evitando a confusão entre o seu caixa e as obrigações dos diversos empreendimentos criados pela controladora (REsp 1973180).

É recomendável que a natureza do objeto social seja mesmo restritiva, através da especificação do empreendimento explorado, tal qual a definição constante do edital do Leilão nº 11/2021-ANEEL: “é SPE a sociedade cujo objeto social (o propósito) envolva a exploração de uma única e determinada atividade econômica (no caso, gerar energia elétrica), mediante a exploração de um único e determinado empreendimento de geração.”

Cabe, talvez, refinar esse conceito para admitir que “um único e determinado empreendimento de geração” pode justificar a criação de uma SPE mesmo quando integrar um lote ou sublote de usinas hidrelétricas independentes, como estabelecido no item 1.22 do edital do Leilão nº 12/2015-ANEEL (concessões não prorrogadas de geração).

E visando um alinhamento em sede regulatória, é aconselhável também que os editais dos leilões de instalações de transmissão sejam padronizados para apresentar definição de SPE atendendo a especificidade do objeto social, limitando-o a um único e determinado empreendimento.

No tocante a eventuais aspectos operacionais que possam ser suscitados, cabe lembrar que a ANEEL dispõe de competências, aparato regulatório e instrumentos para a fiscalização e a gestão de outorgas, de forma individualizada ou por grupo de concessões, por meio inclusive dos procedimentos de monitoramento e controle, assim como da celebração de plano de resultados para melhoria de desempenho, conforme expressamente previsto nos arts. 2º, 3º e 4º da Norma de Imposição de Penalidades aos Agentes Setoriais (REN nº 846/2019).

RESPOSTA AOS QUESITOS FORMULADOS

“III.7 QUESTÕES FUNDAMENTAIS A SEREM COMPREENDIDAS E RESPONDIDAS

57. [...]

a) o que se deve entender por sociedade de propósito específico e qual definição deve ser utilizada nos editais dos leilões de geração e de transmissão?

Sem prejuízo das considerações anteriores, o FGV CERI entende que o processo de definição de uma SPE nos editais de licitação de empreendimentos de geração e de transmissão de energia elétrica passa pela avaliação de determinados quesitos ou contornos jurídicos e econômicos.

A exemplo das limitações constantes na Lei nº 12.431/2011 (que exige a adoção da forma de sociedade anônima para a emissão de debêntures de infraestrutura) e na Lei Complementar nº 123/2006 (que determina a constituição de sociedades limitadas para as SPEs constituídas por microempresas ou empresas de pequeno porte para compra e venda de bens e serviços para os mercados nacional e internacional, e veda a participação destas no capital de outra pessoa jurídica), é importante decidir se existe justificativa econômica para exigir:

- I. Adoção de determinada natureza jurídica: sociedade anônima ou sociedade limitada;

- II. Limitação de participação no capital social de outras empresas;
- III. Configuração do quadro societário, com ou sem limitação de participação de estrangeiros no capital social ou de participação dos mesmos sócios / acionistas em mais de uma SPE concorrente do mesmo leilão;
- IV. Grau de especificidade do objeto social: uma ou mais atividade(s) econômica(s) mediante a exploração de um determinado empreendimento;
- V. Capital social mínimo e/ou garantia de patrimônio líquido mínimo, com aporte de capital obrigatório por parte dos sócios / acionistas controladores.

Desta forma, o conceito de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE pode ser um modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma empresa limitada ou sociedade anônima com um objetivo específico, que deve se limitar à exploração de uma única e determinada atividade econômica, mediante a exploração de um único e determinado empreendimento de geração / transmissão.

Observa-se que a ANEEL tem adotado, nos editais dos leilões de geração¹, a expressão “constituir SPE, preferencialmente sob a forma de **Sociedade Anônima**”. Não se sabe, porém, a razão para não o fazê-lo nos editais dos leilões de instalações transmissão.

Adicionalmente, o edital poderia vedar a participação da SPE no capital social de outra pessoa jurídica, e de ser resultante ou remanescente de cisão ou qualquer outra forma de desmembramento de pessoa jurídica que tenha ocorrido em um dos 5 (cinco) anos-calendário anteriores.

b) é adequado à competitividade e à qualidade da contratação permitir que os vencedores dos leilões comprovem o patrimônio líquido mínimo exigido nos editais mediante a utilização dos balanços patrimoniais de outras sociedades não participantes do leilão (suas controladoras diretas)? Por quê? Em caso de resposta negativa, quais correções devem ser realizadas?

A hipótese aventada no quesito parece referir-se à situação na qual o(s) licitante(s) vencedor(es) constituiu(íram) a(s) respectiva(s) SPE(s) antes da realização do certame, o que eventualmente

¹ Vide, por exemplo, os itens 2.4 e 2.5 do Edital do Leilão de Geração nº 3/2022 (A-4 de 2022) e o item 1.17 do Edital do Leilão de Geração nº 12/2015 (Concessões não prorrogadas).

ocorre, mas não é a praxe em leilões com inversão da ordem das fases de habilitação e julgamento, especialmente quando da participação de consórcios².

No início das operações de uma SPE concessionária, permissionária ou autorizatória de serviço público, não há nela patrimônio suficiente para garantir o financiamento exigido para o projeto. Por essa razão, é usual que as **garantias para os financiamentos** sejam oferecidas com lastro no patrimônio do(s) seu(s) controlador(es) diretos(s), conforme facultam os editais dos leilões de expansão do sistema elétrico³.

Apesar de ser razoável admitir-se que, uma vez comprovada a capacidade financeira do acionista controlador e figurando este como interveniente-anuente no contrato, ele atuará para realizar, no tempo e na quantidade necessária, os aportes de capital na sociedade controlada, de forma a garantir segurança patrimonial, especialmente na fase pré-operacional do empreendimento, tal fato somente pode vir a ser exigível (*enforcement*) em termos societários se houver obrigação de aporte de capital em determinadas condições expressamente previstas no estatuto ou contrato social e em acordo de acionistas da SPE.

De todo o modo, os contratos de concessão de transmissão firmados pelo Poder Concedente⁴, em cláusula específica sobre o “compromisso do acionista controlador ou sócio quotista”, dispõe expressamente que o(s) controlador(es) assina(m) o contrato como “interveniente e garantidor das obrigações e encargos (nele) estabelecidos”.

Note-se que a ANEEL, nos termos da Resolução Normativa nº 846, de 11/06/2019⁵, já leva em consideração, para fins de caracterização de reiterada violação ou descumprimento de obrigações, além da conduta individual do agente fiscalizado, a atuação das demais sociedades integrantes do grupo econômico, incluindo sócio controlador, acionistas e sociedades controladas, coligadas ou vinculadas. Nesse sentido, há expressa previsão quanto à possibilidade de aplicação, também ao grupo econômico do agente infrator, da penalidade de suspensão temporária do direito de participar de licitações e contratar com a agência reguladora.

² O art. 33, § 2º, da Lei nº 8.666/1993 dispõe que “o licitante vencedor fica obrigado a promover, antes da celebração do contrato, a constituição e o registro do consórcio, nos termos do compromisso referido no inciso I deste artigo”.

³ Confirmam-se, a propósito: Leilão de Geração nº 3/2022, item 11.7.2.6.3; e Leilão de Transmissão nº 2/2021, item 10.10.6.

⁴ Veja-se, por exemplo, a Cláusula Décima Quarta da minuta do Contrato de Concessão objeto do Leilão de Transmissão nº 02/2021.

⁵ Vide Art. 17, §§ 1º e 2º.

Ainda em relação ao grupo econômico do concessionário, permissionário ou autorizatário de serviços e instalações de energia elétrica, os editais dos leilões de novos empreendimentos de geração e de transmissão (i) reafirmam a extensão da aplicação de penalidades ao acionista controlador⁶; e (ii) vedam a participação, nos respectivos certames, da sociedade e/ou sua controladora direta ou indireta, que esteja em regime de recuperação judicial ou extrajudicial, ou de intervenção⁷.

A proporção de capital próprio requerida para implantar o projeto é geralmente definida pelos financiadores, que avaliam o risco do empreendimento. Em regra, quanto maior esse risco, maior será o comprometimento exigido dos controladores por meio de aumento da sua contribuição financeira para viabilização do projeto. Além disso, o custo da dívida para a SPE será tanto menor quanto menor forem os riscos para o financiador. Por todas essas razões, particularmente para reduzir os custos financeiros de implantação do empreendimento, de maneira a reduzir o custo do serviço para o Poder Público e para os usuários, é interesse da Administração Pública tornar o projeto atrativo para os financiadores.

Cumpra anotar que o capital social é apenas um dos elementos utilizados para garantir operações de Project Finance e mitigar seus riscos, podendo ser aplicadas outras garantias contratuais indiretas. Tais garantias podem assumir a forma de *covenants*, que podem ser definidos como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*).

Os *covenants* assumem a forma de obrigações de fazer ou de não fazer, que comumente visam atender três principais preocupações: limitação do grau de endividamento da empresa, limitação ou impedimento para contrair novas obrigações e manutenção de capital de giro mínimo.

De forma a viabilizar o financiamento do projeto e ao mesmo tempo facilitar a fiscalização dos aspectos financeiros, é possível que o edital e o contrato estabeleçam obrigações à SPE no sentido de:

- I. exigir a inclusão, nos contratos com os seus financiadores, do dever destes de informar ao Poder Concedente qualquer descumprimento das obrigações da concessionária ou autorizatária nos seus contratos de financiamento, inclusive as eventuais exceções (*waivers*) solicitados por esses agentes aos financiadores; e
- II. adotar a forma de sociedade anônima e observar as regras de contabilidade da CVM;
- III. seguir o plano de contas uniformizado da agência reguladora;

⁶ Cf. item 13.24 do Edital do Leilão de Transmissão nº 02/2021-ANEEL.

⁷ A título de exemplo, confira-se o item 2.5.4 do Leilão de Transmissão nº 2/2021-ANEEL.

IV. alternativa ou complementarmente, celebrar contratos de seguros com seguradoras, a fim de que o adimplemento da fase pré-operacional seja garantido (seguro de término do projeto ou *completion guarantee*).

c) é adequado à competitividade e à qualidade da contratação permitir que os vencedores dos leilões comprovem o patrimônio líquido mínimo (com balanços próprios ou de terceiros) e possam, na sequência, constituir nova sociedade que não apresentam o mesmo patrimônio líquido mínimo para receber a concessão ou autorização? Por quê? Em caso de resposta negativa, quais correções devem ser realizadas?

Se houve a necessidade de comprovação de patrimônio líquido mínimo durante a fase do leilão, mais especificamente na sua etapa de habilitação, não há por que deixar de exigir-lo só porque houve a criação de uma SPE. Assim, em princípio, não nos parece razoável permitir que os vencedores dos leilões comprovem o patrimônio líquido mínimo (com balanços próprios ou de terceiros) e possam, na sequência, constituir nova sociedade que não apresenta o mesmo patrimônio líquido mínimo para receber a concessão ou autorização.

Não obstante, em termos práticos, para fins da celebração do contrato de concessão ou da emissão da outorga de autorização decorrente do certame – prevista normalmente para 3 ou 4 meses após a realização da sua sessão –, observa-se que, na hipótese de comprovação do patrimônio líquido mínimo por meio da(s) controladora(s) direta(s) de uma SPE, haveria equivalência de resultado em relação a um consórcio em que seus integrantes tenham comprovado o PL mínimo na proporção de sua participação e, posteriormente, hajam constituído uma SPE para recebimento da outorga.

Como a garantia do financiamento depende do sucesso do empreendimento, é raro que os projetos se estruturam, desde o início, num modelo de *project finance* puro, isto é, no qual a única garantia seja a vinculação das receitas futuras, sem qualquer exigência de garantias corporativas (garantias com lastro em outros ativos patrimoniais).

Outra questão que se coloca para o debate seria o prazo de substituição das garantias corporativas pelas receitas futuras do projeto.

No curto prazo, em face dos altos riscos envolvidos na consecução do projeto, não se consegue fugir das garantias corporativas do controlador. No entanto, no médio e longo prazos, é possível

estruturar um financiamento para o projeto que ofereça, como garantia, unicamente as receitas operacionais futuras.

Na modelagem dos leilões, nada impede que o edital preveja que, após determinado tempo e mediante certas condições, a depender do sucesso do certame, do deságio ofertado⁸ e da maturidade do empreendimento, haja a substituição das garantias corporativas mediante redução do capital social da SPE, numa engenharia não apenas regulatória mas especialmente societária, com previsão expressa no edital, documento autorizativo (condição de validade), estatuto social e acordo de acionistas.

Na medida em que se compreenda como desnecessário o aporte inicial do capital na sociedade que receberá a delegação, questiona-se então quais outras garantias corporativas o acionista controlador “habilitado” (que demonstrou possuir o patrimônio líquido mínimo) poderia então oferecer, ao menos durante a fase de implantação dos empreendimentos, para o pagamento de eventuais multas editalícias e administrativas.

O FGV CERJ identificou as seguintes opções:

- obrigação de realizar o aporte de recursos no capital social se houver determinação da agência reguladora⁹ ou em casos previamente identificados e expressos no edital (mediante assunção desta obrigação nos documentos societários); e
- quando o Poder Concedente identificar risco elevado durante a fase anterior ao início da prestação do serviço, é possível exigir-se a compra de seguro de término do projeto (completion guarantee).

Certamente, os assuntos que interferem de forma direta na continuidade do projeto podem depender de aprovação prévia dos financiadores, como, por exemplo, a realização de operações societárias ou reorganizações societárias e alterações no objeto social ou de demais cláusulas do estatuto social da companhia, inclusive a cláusula do capital social. Neste sentido, é recomendável que a obrigação de realizar o aporte de recursos no capital social seja prevista no edital do leilão e que o vencedor comprove, que os financiadores do projeto anuíram com tal obrigação, a qual deve estar refletida também nos documentos societários da SPE. Pode-se

⁸ Chamou a atenção a condição estabelecida no Edital do Leilão de Transmissão nº 2/2021 (item 11.1), que relaciona deságio à garantia de fiel cumprimento, aumentando esta (de 5% para 7,5% e 10%) à medida que o deságio supera 50% ou 60% da RAP máxima. Aparentemente, isso amplia a segurança da contratação, sem reduzir o nível de competitividade (deságio médio de 50%, variando de 27,8% a 66,1%).

⁹ No âmbito de seus processos de fiscalização e/ou de gestão de outorgas.

prever no estatuto social um limite de aumento já pré-aprovado, que na literatura é denominado capital social autorizado, que independe de reforma estatutária (art. 168, da Lei nº 6.404/1976).

Importante destacar também que toda esta engenharia societária somente é possível para sociedades anônimas, visto que são de capital, o que excluiria a possibilidade de as SPEs serem constituídas como sociedades limitadas, em razão de sua natureza associativa pessoal.

Relativamente aos casos de insolvência ou inadimplência da SPE, é fato a possibilidade jurídica de desconsideração da personalidade jurídica, com imputação de obrigações aos acionistas, especialmente em face de dívidas tributárias ou trabalhistas. “A SPE pode, portanto, ser considerada uma fórmula adequada para o desenvolvimento autônomo de determinado projeto, mas afigura-se de todo imprestável para reduzir ou excluir as responsabilidades do grupo controlador que a institui.” (BORBA, 2001)

No tocante à assinatura dos contratos de concessão pelo acionista controlador, sua ausência não torna o negócio jurídico inexistente, porém pode restringir os efeitos da relação jurídica somente entre os signatários (Poder Concedente e concessionária). Isso porque a assinatura como interveniente anuente é considerada pela doutrina e jurisprudência o ato vinculante do signatário como ciente e de acordo com as previsões expressas no documento, não podendo alegar posteriormente em juízo ou arbitragem desconhecimento dos fatos ou desobrigação em razão de sua não participação¹⁰.

Para viabilizar a produção de efeitos jurídicos sobre os acionistas controladores, nos leilões de geração, nos quais, na maior parte, não há a assinatura de contratos de concessão, mas apenas a emissão de atos autorizativos e a assinatura de contratos de comercialização de energia elétrica, os editais podem exigir declarações assinadas por parte dos acionistas controladores, de forma a produzir efeitos vinculantes em relação aos mesmos.

Por fim, cabe mencionar que muito embora o poder de controle da SPE administradora do projeto seja exercido por seus acionistas, existem algumas formas de controle externo exercidas pelos financiadores do *project finance*, como no caso do *step-in right* e das *golden shares*. Desta forma, recomenda-se que no edital haja a previsão de respeito dos compromissos assumidos pelos acionistas da SPE mesmo no caso de transferência do controle temporário aos financiadores, devendo tal obrigação ser refletida nos documentos de financiamento, de forma a obrigar os financiadores também por extensão.

¹⁰ Como reportado anteriormente, nos contratos de concessão de transmissão, o interveniente é também garantidor das obrigações e encargos estabelecidos na avença.

d) faz sentido exigir nos leilões de geração e transmissão a constituição de sociedades de propósito específico se a legislação e a regulação vigentes não apresentam exigência nesse sentido? Por quê? Em caso de resposta negativa, quais correções devem ser realizadas?

Apesar da inexistência de obrigação da constituição de SPEs pela legislação do setor elétrico, pode a regulação determinar quando é possível estabelecer certas restrições em prol da segurança jurídica e da eficiência econômica do projeto e sua financiabilidade.

No ponto, vale conferir a seguinte lição de Egon Bockmann Moreira¹¹:

“A Lei Geral de Concessões (Lei 8.987/1995) permite à Administração Pública exigir que o eventual consórcio vencedor se constitua em específica empresa para executar o contrato. De acordo com Arnoldo Wald [...], a previsão se justifica ‘pelo fato de que a organização societária oferece como vantagem a estabilidade maior nas relações internas entre as diversas consorciadas, que passarão a ser sócias e, igualmente, entre o Poder Concedente e a sociedade (que consolida os direitos, interesses e obrigações de todos os consorciados), tornando, ainda, desnecessário o recurso da previsão de solidariedade’. Além dessas, há relevantes vantagens de ordem econômico-financeira. A constituição da SPE envolve segregação patrimonial que impede o projeto concessionário de sofrer eventuais revezes que venham a atingir as empresas que formaram a SPE. Há a separação de ativos e riscos, concedendo maior segurança e transparência à sociedade responsável pela gestão do serviço concedido. Essa vantagem torna-se ainda mais relevante diante do longo prazo que caracteriza tais contratos administrativos.

Aliás, é de defender a constituição de SPE por empresas que participaram isoladamente na licitação (i.é, não apenas o caso de consórcios). No caso das concessões comuns, isso se dá por meio da autorização prevista no artigo 20 da Lei 8.987/1995, ao consignar que o edital pode exigir que os consórcios se transformem em empresa para assinar o contrato. O dispositivo não pode ser interpretado restritivamente, pois do fato de a Lei trazer uma hipótese não se infere a exclusão de todas as outras: tanto no que respeita à previsão editalícia que determine a constituição de uma SPE como condição para assinatura do contrato (seja ou não o licitante originalmente constituído sob a forma consorcial), como no que se refere à possibilidade de o(s)

¹¹ In “Concessão de Serviço Público: Breves Notas sobre a Atividade Empresarial Concessionária”.

licitante(s) vencedor(es) constitui(em) uma SPE sponte própria (qualquer que seja a sua estrutura societária quando do certame).

Do fato de a Lei prever a possibilidade de ser obrigatória a constituição da SPE para os consórcios não emerge a conclusão de que seria proibida uma SPE em outras hipóteses. A proibição deve resultar de previsão literal, não de interpretação a contrário sensu de um artigo desta Lei ou de dispositivo do edital. Afinal, está-se diante de uma limitação à liberdade de empresa – a qual deve ser interpretada restritivamente. Nesse sentido, Antônio Carlos Cintra do Amaral afirma que: ‘A interpretação finalística ou teleológica conduz ao entendimento de que o objetivo da lei é autorizar a outorga de concessão a uma pessoa jurídica que tenha o objeto específico de prestar o serviço concedido. Assim sendo, a norma deve ser entendida com maior amplitude, abrangendo não apenas a hipótese de participação em consórcio como também a de empresa isolada’”.

Por outro lado, o que não parece razoável, dentro do mesmo contexto regulatório, é a existência de discricionariedade. No âmbito da ANEEL, no caso das distribuidoras, já se exige aporte de capital obrigatório por parte dos acionistas controladores e impedimentos de controle estrangeiro em determinados casos.

Com efeito, nos termos da Resolução Normativa nº 948, de 16/11/2021, a ANEEL já monitora a obrigação de aporte de capital pelos acionistas controladores, através de verificação de previsão expressa no ato constitutivo das distribuidoras. Ao definir a estrutura da Regulação Econômico-Financeira, no Anexo VII - Módulo VII, há uma avaliação da qualidade dos sistemas de governança das concessionárias de distribuição, e um componente relacionado ao Compromisso de aporte de capital pelo Controlador (componente C2). No caso dos leilões de transmissão e de geração, poderia ser considerada a exigência de previsão, nos respectivos atos constitutivos dos licitantes vencedores, de aporte de capital pelo controlador em casos específicos, tais como os dispostos na referida Resolução.

Em face das discrepâncias observadas nos editais dos leilões de geração¹² e de transmissão¹³ de energia, a ANEEL deveria adotar procedimento padrão, estabelecendo certos critérios para

¹² Mesmo no segmento de **geração**, há editais que **facultam** a constituição de SPE pelo consórcio vencedor (não integrado por empresa estrangeira, FIP ou entidade de previdência complementar), a exemplo do Leilão nº 3/2022 (item 2.5), e outros que **tornam obrigatória** a criação de SPE por consórcio vencedor (na mesma condição), como o Leilão nº 12/2015 (item 1.17).

¹³ Nos editais dos leilões de transmissão, exige-se a constituição de SPE por parte de consórcio vencedor, qualquer que seja a sua composição, com vistas à celebração do contrato de concessão.

exigências de constituição de SPEs e suas características básicas, a fim de evitar fragilidade legal e desdobramentos em sede contenciosa ou arbitral.

Adicionalmente, já é usual inserir no contrato de concessão comum ou PPP disposições que facilitem a cooperação entre financiadores e Poder Concedente, e que obriguem a SPE a incluir nos seus contratos de financiamento, a obrigação dos financiadores cooperarem com o Poder Público, prestando-lhe periodicamente informações sobre o estado financeiro da concessionária¹⁴.

REFERÊNCIAS

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 6ª ed., Renovar, São Paulo, 2001, p. 493 e 495.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; FARIA, Viviana Cardoso de Sá e. Project Finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, dez./2002.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm#:~:text=LEI%20N%20o%2010.406%2C%20DE%2010%20DE%20JANEIRO%20DE%202002&text=Institui%20o%20C%C3%B3digo%20Civil.&text=Art.,e%20deveres%20na%20ordem%20civil.

BRASIL. Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm.

BRASIL. Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/L12431compilado.htm.

BRASIL. Supremo Tribunal de Justiça. REsp 1973180. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=202103585742&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>

¹⁴ No Reino Unido, os financiadores da SPE e o Poder Público assinam, por ocasião do fechamento do financiamento de longo prazo da SPE, o assim chamado “Direct Agreement”, que regula a cooperação entre financiadores e Poder Público na fiscalização da SPE.

MYERS & MAJLUF (1984), “*Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*” – Journal of Financial Economics.

DUTRA, Joisa (2016). SPEs como instrumento de alocação de risco no setor elétrico no Brasil. Ed. Brasil Energia. Disponível em: <https://editorabrasilenergia.com.br/spes-como-instrumento-de-alocacao-de-risco-no-setor-eletrico-no-brasil/>.

MOREIRA, Egon Bockmann; GUIMARÃES, Bernardo Strobel. Sociedades de Propósito Específico na Lei de PPP (considerações em torno do art. 9º da Lei. 11.079/2004). In: JUSTEN FILHO, Marçal; SCHWIND, Rafael Wallbach (Org.). Parcerias Público-Privadas: reflexões sobre os 10 anos da Lei 11.079/2004. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015. p. 493-528.

YESCOMBE, E. R. Principles of Project Finance. 2 ed. Oxford: Elsevier, 2014.

