

MARCELO SANDRINI PERIN

**CONTROLE DO GRAU DE ALAVANCAGEM REALIZADO PELAS INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS VIA *COVENANTS***

Monografia apresentada como requisito obrigatório para aprovação no Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. José Wladimir Freitas da Fonseca

**Curitiba
2013**

TERMO DE APROVAÇÃO

MARCELO SANDRINI PERIN

CONTROLE DO GRAU DE ALAVANCAGEM REALIZADO PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS VIA COVENANTS

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Prof. José Wladimir Freitas da Fonseca
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Armando João Dalla Costa
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Flávio de Oliveira Gonçalves
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 21 de Março de 2013

RESUMO

A intervenção de bancos é cada vez maior nas atividades econômicas via crédito. A fim de reduzir o risco de crédito, as instituições financeiras utilizam cada vez mais de mecanismos a fim alcançar tal objetivo. O uso tradicional de garantias reais e pessoais continua sendo usado, no entanto, vem se tornando muito comum a utilização de *Covenants*, cláusulas com condições específicas que em caso de não cumprimento por parte do financiado, pode o financiador antecipar o vencimento, cobrar valor pecuniário a fim de afastar a condição pactuada ou até mesmo interferir na gestão empresarial. A condição financeira mais comum é a limitação do grau de alavancagem financeira através do indicador dívida líquida sobre EBITDA. O objetivo do presente artigo foi o de analisar os aspectos positivos e negativos da limitação do grau de alavancagem do financiado por parte da instituição financeira.

Palavras-chave: *Covenant*. Grau de Alavancagem Financeira. Quebra de *Covenants*.

ABSTRACT

The intervention of banks is each time bigger when it comes to economic activities. With the goal to reduce credit risk, the financial institutions use mechanisms such as guarantees, however, the institute of Covenants is being increasingly used. Covenant is a specific Clause that in case of the client's default, the bank is able to accelerate the maturity, demand a waiver fee or intervene in the business management. The condition that is basically used is the limitation of the financial leverage ratio, based on the division quotient between Net Debt and EBITDA. The main goal of the present project was to evaluate the positive and negative aspects of the limitation of the financial leverage ratio by the financial institution.

Keywords: Covenant. Financial Leverage Ratio. Breach of Covenants.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 DEFINIÇÃO E APLICAÇÕES DA ALAVANCAGEM	9
2.1 CONCEITO DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA.....	9
2.2 GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA E SUA RELAÇÃO COM INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS	11
3 CONCEITO DE COVENANT	13
3.1 COVENANT COMO MINIMIZADOR DE RISCO	13
3.2 ASPECTOS JURÍDICOS, EFEITOS E INDEFINIÇÕES.....	14
4 CASOS PRÁTICOS	16
4.1 EXEMPLOS DE APLICAÇÕES DE COVENANTS EM FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO	16
4.2 ASPECTOS POSITIVOS.....	17
4.3 ASPECTOS NEGATIVOS	18
5 CONCLUSÃO	20
REFERÊNCIAS.....	22

1 INTRODUÇÃO

O aumento de risco e assimetria de informações fez com que os agentes financeiros desenvolvessem mecanismos maiores de proteção no que diz respeito a financiamentos. A busca pelo crédito passa a se tornar cada vez mais comum e saudável, e, neste cenário, coube às instituições financeiras papel fundamental no desenvolvimento produtivo de diversos setores. Juntamente com os modelos tradicionais de garantias reais e pessoais, passa-se a ser utilizada no cenário brasileiro, cláusula específica de contratos de financiamento de longo prazo utilizada nos Estados Unidos há algum tempo, o *Covenant*.

De maneira genérica, o *Covenant* é uma cláusula exigindo o cumprimento de algumas condições muitas vezes imposta pelo agente financeiro. Os efeitos da cláusula são diversos e ainda não existem jurisprudência e legislação determinando a aplicabilidade ou não de efeitos como vencimento antecipado, cobrança de multa, ou interferência na gestão empresarial.

As condições mais utilizadas são vinculadas a endividamento da empresa, como indicadores relacionados à dívida líquida sobre o *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA) ou, em português, LAJIR, lucros antes de juros e imposto de renda.

Como já dito, o processo de alavancagem está cada vez sendo melhor recebido pelo Mercado de uma forma como um todo, sendo o crédito algo natural para o aumento de rentabilidade. A questão pertinente é com relação ao grau de alavancagem, uma vez que se exagerado, pode levar a um processo de falência, enquanto que se o grau é reduzido, não está sendo aproveitado o ótimo empresarial. Existem diversas formas de determinar o nível de endividamento a depender do setor, porte e projeções da empresa.

Ao se levar em consideração a utilização de *Covenants*, tem-se então interveniência clara da instituição financeira no grau de alavancagem da empresa. Ao analisar os efeitos de tal interferência por parte do banco, tem-se por um lado um aspecto positivo pelo maior controle financeiro estabelecido por uma instituição dotada de grande conhecimento, sendo assim, o financiador passa também a ser um consultor ou conselheiro. Pelo lado negativo, tem-se a questão de que cabe a

cada empresa determinar seu ótimo a depender do seu ciclo operacional, não cabendo a um agente externo limitar ou não seu endividamento.

Nestes termos, o presente artigo procura identificar os possíveis efeitos positivos e negativos por parte da empresa quando existe um controle externo do seu grau de alavancagem.

Assim, o artigo está dividido em três partes além da sua conclusão. Num primeiro momento faz-se uma revisão teórica acerca da importância dos graus de alavancagem como instrumento de controle financeiro além da relação que existe entre alavancagem e os indicadores econômicos e financeiros utilizados como ferramentas de planejamento e controle. Na segunda parte do artigo discute-se o *Covenant* e sua implicação no seio da firma em face ao comportamento financeiro da empresa com base em entrevistas realizadas com agentes do Mercado, além de pesquisa na legislação, doutrina e jurisprudência vigente.

Na terceira parte do artigo apresentar-se-ão casos práticos nos quais pode-se observar os aspectos positivos e negativos de uma empresa quando submetida a um *Covenant*. Por fim, na última parte sumaria-se as principais conclusões.

2 DEFINIÇÃO E APLICAÇÕES DA ALAVANCAGEM

Ao conceituar o termo Alavancagem, Fonseca (2010) é bastante feliz ao traçar um paralelo com o histórico e origem da definição. Segundo o autor:

A alavancagem é uma expressão empregada na mecânica para explicar os efeitos sobre um determinado objeto quando temos um apoio e uma alavanca.

Como estamos estudando finanças e não mecânica, para nós o termo alavancagem é o mesmo empregado na mecânica, mas com alguns ingredientes da administração. Na verdade, o estudo da administração bem como das ciências sociais aplicadas (economia, administração e contabilidade) toma emprestado diversos termos da física, da mecânica, da matemática, etc. para poder estudar melhor o comportamento das empresas e de seus agentes. (FONSECA, 2010, p. 195)

Em termos financeiros, tem-se a seguinte definição, “Alavancagem é o uso de ativos operacionais e/ou de recursos financeiros, com custos e despesas fixas, visando aumentar o retorno dos acionistas” (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010, p. 85).

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2010) apresentam três classificações de alavancagem: a operacional, relacionada ao uso de ativos operacionais não financeiros; a financeira, que aborda apenas encargos fixos financeiros; e a total que considera tanto a operacional quanto a financeira.

Ao tratar da importância da medição do grau de alavancagem, Michels (2009, p.13) define que a análise do grau de alavancagem tem tido sucesso em prover informações sobre a forma pela qual a companhia financia seus investimentos.

O foco do presente artigo é tratar da alavancagem financeira, uma vez que é o banco está diretamente relacionada a tal modalidade via fornecimento de crédito.

2.1 CONCEITO DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Segundo apresentado na própria obra Administração Financeira já citada, a “alavancagem financeira é o resultado da existência de encargos financeiros fixos,

para aumentar os efeitos de variações nos lucros antes de juros e imposto de renda (LAJIR) sobre os lucros por ações (LPA)” (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010, p. 86).

A alavancagem financeira, portanto, relaciona-se com a entrada de recursos de terceiros a fim de complementar o fluxo de caixa operacional, ou seja, via crédito. Segundo Vidigal (1997, p.191), crédito se caracteriza quando “alguém transfere ou promete transferir coisas, presta ou promete prestar serviços, mediante estipulação de contraprestação futura. Assim, o crédito se exprime em moeda, mas não desempenha função de reserva de valor”.

De forma geral o crédito pode se dar no horizonte de curto ou longo prazo, a depender do produto bancário oferecido. Partindo do pressuposto de que o presente artigo visa abordar o instituto de *Covenants* presente em financiamentos de longo prazo, tratar-se-á apenas dessa modalidade.

A escolha por um financiamento de longo prazo ao invés de curto está diretamente ligada à maturidade e retorno do investimento, sendo normalmente relacionado a um financiamento de bem de capital ou alongamento de dívida. “A alavancagem financeira ocorre quando a empresa utiliza em sua estrutura de capital fontes de financiamento como, por exemplo, debêntures, empréstimos do BNDES, adiantamento de contratos de câmbio. Quando isso ocorre, a empresa poderá se beneficiar de um crescimento mais que proporcional no LPA, dado um crescimento do LAJIR. A alavancagem financeira ocorre nos dois sentidos, crescimento ou queda do LAJIR, e seu efeito é o mesmo, porém sentido oposto” (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010, p. 86).

Ao tratar das captações de longo prazo em bancos privados, tem-se como opção mais praticada a emissão de debêntures, valores mobiliários que representam a dívida de uma companhia, através da emissão de títulos por parte de instituição autorizada.

Belnoski (2006, p.52) define o conceito da seguinte forma: “As debêntures são títulos negociáveis que conferem direito de crédito contra a sociedade, nas condições estabelecidas no certificado”.

Fortuna (2010, p.379) complementa, informando que a emissão possui como garantia o ativo da S/A, com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, instituição.

Devido ao fato de que tais operações envolvem elevados valores e prazos longos, é natural a exigência de garantias por parte do emissor das debêntures, tanto reais quanto pessoais, além de outros mecanismos de redução de risco como é o caso do *Covenant*, que será tratado posteriormente.

2.2 GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA E SUA RELAÇÃO COM INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS

Ao tratar do nível de endividamento, tem-se o Grau de Alavancagem Financeira (GAF), que verifica o efeito da alavancagem nos lucros por ação. O cálculo do GAF se dá entre a divisão da variação percentual no LPA, pela variação percentual do LAJIR (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010, p. 86).

Tal cálculo comprova de que forma o impacto no Lucro da empresa atinge o lucro do acionista, verificando se é válido ou não e em que grau se deve manter o endividamento.

Além do critério quantitativo via GAF, importante analisar a especificidade da análise do endividamento a depender de aspectos qualitativos, tais como ciclo operacional, externalidades de mercado e projeções macroeconômicas. Pouco adianta um índice de GAF plausível quando se tem um cenário de crise e escassez da matéria prima utilizada ou queda violenta da demanda por exemplo.

Dentre os critérios qualitativos, consta o fluxo operacional de caixa, cujo objetivo é “verificar qual é a taxa interna de retorno do projeto e sua capacidade de pagamento no período definido” (FONSECA, 2012, p.146). Além do fluxo operacional que visualiza as entradas de caixa e condições de pagamento futuro, faz-se necessário a elaboração de uma análise de mercado, demanda e oferta, a fim de balizar o nível ideal de alavancagem.

Nota-se, com base nas considerações acima citadas, a dificuldade em atingir esse nível ideal de alavancagem e em um cenário de grande divisão de funções no âmbito corporativo, vale citar a Teoria da Agência trazida por Williamson em sua obra *The Economic Institutions of Capitalism*, em 1985 (WILLIAMSON, 1985).

Segundo Williamson (1985), a Teoria da Agência representa uma divisão de funções e diferença de interpretações. Em uma situação de empresa de grande

porte, os estrategistas e executores representam diferentes áreas com informações assimétricas, dificultando o alcance de um objetivo comum.

Indo ainda mais longe, compara-se a visão da empresa como um todo e de seu agente financeiro, sendo que seus objetivos podem ser bastante divergentes.

Ainda nesta seara, interessante a posição de Azeredo (2007, p. 5), segundo a qual, na Teoria da Agência:

A ocorrência de assimetria de informação entre os agentes, a dificuldade do principal em monitorar o esforço e qualidade do serviço prestado pelo agente em situações nas quais existam problemas de informação assimétrica: de delegação de uma tarefa por um agente econômico a outro, relação imperfeita entre o esforço esperado e o resultado do esforço, alto custo de monitoração pelo principal do esforço do agente e objetivos não alinhados entre esses dois.

Tomando como base esse conceito e interpretando a relação citada como uma firmada entre financiador e financiado, tem-se uma forte interferência do primeiro em face do segundo, muitas vezes atrapalhando o desenvolvimento econômico em função da assimetria de informações e divergência de objetivos.

Tal ponto se torna mais evidente nos casos de financiamento de longo prazo com cláusula de *Covenant* financeira, delimitando o grau de alavancagem da empresa ao limitar a relação Dívida Líquida sobre EBITDA, questão essa que será tratada no decorrer dos próximos capítulos.

3 CONCEITO DE COVENANT

Embora seja um termo ainda não reconhecido de forma geral, a cláusula de *Covenant* vem aparecendo com maior frequência nos contratos de financiamento de longo prazo. Tal cenário tem como base a globalização bancária, cujo objetivo é criar padrões a serem seguidos pelo banco em todos os países que possui filial, facilitando pontos jurídicos, contratuais e de auditoria.

Covenant trata-se de uma cláusula bastante utilizada nos Estados Unidos e entendida no Mercado Financeiro como uma cláusula firmada entre a Instituição Financeira e o tomador de recursos, negociada ou imposta, a depender do tamanho e poder de mercado das empresas, a fim de criar condições a serem cumpridas pelo financiado, utilizada de forma geral em financiamentos em que o Banco não se sente confortável com o risco de para tanto busca se proteger de um possível inadimplemento.¹

3.1 COVENANT COMO MINIMIZADOR DE RISCO

O mecanismo de proteção do *Covenant* se dá em razão dos efeitos possíveis a serem escolhidos pelo banco, em caso de não cumprimento da condição por parte do financiado.

Segundo Luiz Ferreira Xavier BORGES, em seu artigo *Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance*, disponível no site do BNDES, *Covenant*:

Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. As obrigações positivas (*positive covenants*) são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa. As obrigações negativas (*negative covenants*) são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos. (BORGES, 1999, p.13-14).

¹ Definição alcançada mediante entrevistas realizadas com 4 agentes financeiros, tanto por parte de banco e lado empresarial, quanto pelas áreas de crédito.

Embora o advogado do BNDES defina *Covenant* como espécie de garantia indireta, vale ressaltar que garantia trata-se de um modo de colocar patrimônio ou bens específicos passíveis de execução em caso de não cumprimento do contrato. Através de tal definição, tem-se o *Covenant* como instituto diferente de uma garantia, uma vez que pode ser acionado antes mesmo do inadimplemento do contrato como um todo.

3.2 ASPECTOS JURÍDICOS, EFEITOS E INDEFINIÇÕES

Definido o *Covenant* como diferente de garantia, vale compará-lo de forma breve aos conceitos jurídicos existentes na Doutrina e Legislação brasileira. Em pesquisa realizada no tocante aos aspectos jurídicos, pode-se concluir que não há definição exata por parte da Doutrina, não há Legislação que trate do tema assim como não há jurisprudência. Diante de tal conclusão, vale comparar o instituto com conceitos existentes no ordenamento brasileiro, a fim de definir se já existe um mecanismo porém com nome diferente, ou se realmente trata-se de cláusula com natureza *sui generis*.

Analisando os efeitos possíveis de uma quebra de *Covenant* (não cumprimento da cláusula pactuada), tem-se as seguintes opções a serem escolhidas pelo banco: antecipação do vencimento da operação; cobrança de multa por dispensa pontual do cumprimento da cláusula (*waiver fee*); interferência na gestão da empresa; assim como pode deixar passar sem nenhum tipo de penalidade.

Na prática, a opção mais escolhida é a aplicação do *waiver fee*, uma multa pelo não cumprimento, normalmente um termo percentual do valor total da operação (0,25% ou 0,5%), dispensando o cumprimento da cláusula naquele momento, sem desonerar de forma completa a cláusula, devendo o financiado continuar seguindo a condição.

Embora o caso mais comum seja a cobrança do *fee*, importante frisar o leque de efeitos que o banco pode escolher, chegando a antecipar o vencimento da dívida ou até mesmo interferir na gestão.

Com base nos diversos efeitos, conclui-se pela natureza diferenciada da cláusula, uma vez que, embora se assemelhe aos conceitos de garantia, cláusula de

vencimento antecipado e cláusula penal, não pode ser confundida com tais uma vez que, diferente dos casos citados, no *Covenant* pode se escolher o efeito.

Conforme busca no Superior Tribunal de Justiça, ainda não há demanda judicial envolvendo o termo *Covenant*, no entanto vale a reflexão de que forma o judiciário interpretaria uma ação por parte do financiado que se rejeita a pagar um *waiver fee* por quebra de *Covenant*.

Analisando a forma pela qual a cláusula é utilizada em minutas de bancos internacionais, nota-se a existência de três formas de *Covenants*, os Positivos, negativos e os financeiros. Os primeiros estão relacionados a atividades que a empresa deve fazer, tais como entrega de dados financeiros sempre que solicitado e pagamento de todas as taxas pactuadas no contrato como um todo. Os *Covenants* negativos referem-se a condições em que a empresa não possa realizar, tais como participar de um processo de fusão, mudança na natureza das operações, dentre outros.

Os financeiros, mais utilizados e que variam de caso a caso, referem-se à limites de indicadores financeiros a serem alcançados pela empresa, normalmente relacionando Dívida Líquida com EBITDA. Nota-se, portanto, que através do *Covenant*, o banco exige que a empresa atualize os dados financeiros, impossibilita a mudança operacional da empresa assim como a venda da empresa ou participação de projetos de fusões ou aquisições, e também limita o grau de alavancagem da empresa conforme índice que defina ser interessante para aquela empresa/segmento.

O próximo capítulo visa apresentar de que forma o *Covenant* vem sendo utilizado na prática, sua frequência e sua relação entre a determinação do grau de alavancagem da empresa por parte da instituição financeira.

4 CASOS PRÁTICOS

O objetivo do presente capítulo é o de trazer elementos práticos à discussão teórica, apresentando de que forma e com que frequência o *Covenant* vem sendo utilizado no atual cenário do Mercado Financeiro.

4.1 EXEMPLOS DE APLICAÇÕES DE COVENANTS EM FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO

Como já dito anteriormente, cláusula de *Covenant* está normalmente presente em contratos de longo prazo, como, por exemplo, emissão de debêntures.

Nota-se nas Notas Explicativas da administração às demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2008 e de 2007 da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., ao tratar sobre a emissão de debêntures, uma confusão entre Cláusula de Vencimento Antecipado e *Covenant* uma vez que são apresentados sobre a seguinte rubrica: “Eventos de inadimplemento e vencimento antecipado – *Covenants*” (IGUATEMI, 2011, p.414). Nesse mesmo documento consta: “alguns financiamentos da Companhia possuem cláusulas determinando níveis máximos de endividamento e alavancagem, bem como níveis mínimos de cobertura de parcelas a vencer e manutenção de saldos mínimos recebíveis em uma conta-corrente. Os financiamentos que preveem esse “*covenants*” são as operações mencionadas em (iv), (v) e (vi)” (IGUATEMI, 2011,p.418). Em suma, as condições estavam relacionadas ao impedimento de a empresa ceder imóveis oferecidos em garantia na operação e ao fato de que a relação entre endividamento total e o EBITDA não pudesse exceder 3,5 em 2006 e 2007, 3,0 em 2008 e 2,0 a partir de 2009.

Apresentado o exemplo da Iguatemi, passa-se a analisar o segundo exemplo referente à 6ª emissão de debêntures da *Light Serviços De Eletricidade S.A.*: cuja definição segue:

Os contratos de empréstimos celebrados pela Companhia incluem cláusulas restritivas (*covenants*) e qualquer inadimplência resultante do não cumprimento dessas cláusulas poderá afetar adversamente sua situação

financeira e sua capacidade de conduzir os negócios. A Companhia é parte em diversos instrumentos financeiros, além de ter obtido financiamento por meio da 1ª, 4ª e 5ª emissões de debêntures. Muitos de tais instrumentos exigem, dentre outras obrigações, a manutenção de determinados índices financeiros específicos e/ou o cumprimento de diversas obrigações de fazer e de não fazer restritivas às operações da Companhia. O descumprimento de quaisquer dessas cláusulas poderia implicar no pagamento imediato do saldo devedor remanescente de cada dívida, além de causar o vencimento antecipado cruzado de outros contratos (*cross acceleration*). Os ativos e fluxo de caixa da Companhia podem não ser suficientes para amortizar integralmente o valor da dívida decorrente de tais contratos, em caso de vencimento antecipado devido à inadimplência contratual (LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE, 2009).

Os dois casos apresentados tratam-se de Sociedades Anônimas de Capital aberto, sendo que o banco líder da emissão do primeiro caso foi o Itaú BBA enquanto que do segundo caso foi o Bradesco BBI.

Embora não seja o caso de avaliarmos ou não se o grau de alavancagem foi definido de forma correta, vale a reflexão ao compararmos os *Covenants* dos dois casos. O grau de alavancagem estabelecido é muito semelhante em ambos mesmo tratando-se de segmentos bastante diferenciados, shopping Center e serviços de distribuição de eletricidade, na Iguatemi inicia-se em 3,5, enquanto que na Light limita-se a 3,1 como máximo, demonstrando uma possível incongruência na análise qualitativa de cada segmento.

Analizados os exemplos, passa-se a abordar os aspectos positivos e negativos da determinação do grau de alavancagem da empresa por parte da instituição financeira credora.

4.2 ASPECTOS POSITIVOS

Ao analisar o *Covenant* como forma de o banco limitar o grau de alavancagem da empresa, tem-se, inicialmente, um ponto positivo bastante significativo, que é a sua expertise financeira.

De certa forma, como provedor de recursos, pode se considerar o banco como detentor do direito de acompanhar de que forma tal recurso será utilizado, a fim de se precaver e evitar futuros defaults (inadimplências).

Ao determinar um limite de alavancagem, o banco não está apenas olhando o risco de crédito, mas também servindo de consultor à empresa que não possua instrução financeira. Pode-se considerar o banco então como, além de provedor de recursos, um conselheiro financeiro à empresa, traçando consultoria no que diz respeito ao nível ideal de alavancagem.

Em empresas desorganizadas, o *Covenant* surge como forma de acompanhar de perto a empresa e se precaver e até mesmo prevenir um possível default generalizado e consequente Recuperação Judicial. Tem-se exemplos de sociedades anônimas de capital fechado, cujo *Covenant* auxiliou a empresa a não entrar em Recuperação, uma vez que o banco analisou o nível equivocado de alavancagem e interferiu na gestão via *Covenants*.

4.3 ASPECTOS NEGATIVOS

Apresentados os aspectos positivos, controle financeiro por parte do banco e direcionamento da utilização do crédito, faz-se necessário elencar os aspectos negativos que o *Covenant* está submetido.

Em que pese possa o banco ser considerado como detentor de expertise financeira, seria ingênuo definir que o banco tenha *know how* de todos os segmentos de que fornece crédito. Como já citado, o grau de alavancagem varia de acordo com a atividade, segmento, e externalidades específicas à cada Mercado. Ninguém melhor que a empresa, que conhece todo seu fluxo de caixa operacional, para determinar o grau de alavancagem ideal.

Além da falta de expertise por parte do banco em cada segmento específico, tem-se um excesso de controle por parte do agente financeiro, que em muitos casos não tem mão-de-obra suficiente e qualificada para tal atividade.

Ao tratar de mão-de-obra qualificada, vale ressaltar o fato de que são pessoas em nome do banco, que determinam o grau de alavancagem da empresa via *Covenant*, não sendo necessário, em muitos casos, a comprovação de que o índice escolhido é o mais adequado. Muitas vezes segue-se um padrão de índices a serem utilizados em empresas de diversos segmentos, não levando em

consideração os elementos qualitativos para a determinação do grau de alavancagem.

5 CONCLUSÃO

Conforme o exposto, chega-se a algumas conclusões importantes, dentre elas o aumento significativo da utilização da cláusula, sua indefinição tanto do lado do Mercado Financeiro quanto do aparato Legal, aplicabilidade de seus efeitos e a existência de aspectos positivos e negativos da determinação do grau de alavancagem por parte da instituição financeira.

Nota-se que, embora seja um tema ainda concepções definitivas, a sua frequência vem aumentando devido ao fato de trazer maior segurança perante um possível default.

Covenants são cláusulas que apresentam condições a serem seguidas pela empresa tomadora dos recursos, muitas vezes impostas pelo financiador, podendo elas serem: positiva, com obrigações operacionais a serem cumpridas pela empresa, como entrega de dados financeiros; negativa, com restrições a empresa tais como impossibilidade de alterar a natureza operacional e participar de fusões e aquisições; além das financeiras que representam a especificidade de cada caso uma vez que determinam limites do endividamento através de indicadores como dívida líquida sobre o EBITDA.

Como abordado no decorrer do artigo, o fato de a instituição financeira interferir no grau de alavancagem da empresa financiada pode acarretar em aspectos positivos e negativos. Do ponto de vista positivo, tem-se a instituição financeira não apenas como um provedor de recursos, mas como um consultor, definindo qual o grau de alavancagem ideal para cada empresa, com base em sua expertise financeira. O banco passa a analisar frequentemente os números da empresa avaliando seu desenvolvimento e evolução.

Do ponto de vista negativo, tem-se o seguinte questionamento, quem melhor se não a própria empresa, que conhece todo o fluxo de caixa e processo produtivo para determinar o grau ótimo de alavancagem. A instituição financeira pode ter expertise em finanças, mas em muitos casos não possui a expertise do business e também não possui mão de obra suficiente e qualificada para tal avaliação.

Conclui-se que o *Covenant* é um mecanismo de proteção, diferente dos já previstos no ordenamento jurídico, que vem aumentando sua frequência com em contratos de financiamento de longo prazo. Trata-se de uma forma de aumentar o

controle do financiador perante o financiado e a depender de cada caso concreto, pode ser positivo ou negativo.

Ao tomar como base os dois casos apresentados, têm-se empresas e financiamentos de grande porte de segmentos bastante diferentes, incorporação de *shopping center* e serviço de distribuição elétrica, nas quais o limite de alavancagem é muito próximo. O objetivo do presente artigo não é traçar uma análise aprofundada dos casos práticos e sim meramente utilizar-se de exemplos, mas vale refletir e analisar se faz sentido termos empresas de setores bastante diferentes com limites de alavancagem, dívida líquida/EBITDA, muito semelhantes.

Diante do apresentado, em que pese tratar-se de análise no caso a caso, de forma geral, quanto menor a empresa ou menor o conhecimento financeiro, mais interessante seria o *Covenant* e a consultoria por parte da instituição financeira. Vale lembrar que se trata de um apanhado geral, devendo em cada caso, independente do porte, a empresa avaliar e discutir se o limite imposto pelo banco faz sentido e se está de acordo com os objetivos e política da empresa. O *Covenant* deve ser sempre utilizado como uma ferramenta a melhorar a negociação e minimizar risco, sem prejudicar a empresa criando limites equivocados para o seu grau de alavancagem. Pode ser que alguns casos o banco imponha o *Covenant* em virtude de dificuldades e alto risco de crédito, no entanto o padrão deve ser o de negociação para atingir um limite ideal e específico para cada caso.

REFERÊNCIAS

AZEREDO, T.M.A. **A Relação de Agência na Ótica da Nova Economia Institucional**. *Revista Senac*, v.3, 2007

BELNOSKI, A.M. **Manual de direito para administração, economia e ciências contábeis**. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2006.

BORGES, L.F.X. **Covenants**: instrumento de garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**, n. 11, v. 6, p. 117-135, jun. 1999.

FONSECA, J.W.F. **Administração Financeira e Orçamentária**. Curitiba: IESDE Brasil, 2010.

FONSECA, J.W.F. **Elaboração e Análise de Projetos**: a viabilidade econômico-financeira. São Paulo: Atlas 2012.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 18.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

IGUATEMI (EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A). **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição de Debêntures Simples, não Conversíveis em Ações, em Série Única**. 2011. Disponível em:
<http://www.itaub.com.br/_arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Prospecto51.pdf> Acesso em: 18/09/2012.

LEMES JUNIOR, A.B.; RIGO, C.M.; CHEROBIM, A.P..M.S. **Administração Financeira**: princípios, fundamentos e práticas. 3.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da 6ª Emissão de Debêntures**. 2009. Disponível em:
<http://www.bradescobbi.com.br/SI_opa/upload/LIGHTDEFECVM.pdf> Acesso em: 18/09/2012.

MICHELS, M. **Liquidity and Credit Crises**: Characteristics and impact on leveraged firms. Leicester: University of Leicester, 2009.

VIDIGAL, G.C. **Teoria Geral do Direito Econômico**. São Paulo: RT, 1997.

WILLIAMSON, O.E. **The Economic Institutions of Capitalism.** New York.:The Free Press, 1985.