

# COVENANTS EM CONTRATOS DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: UMA PERSPECTIVA JURÍDICA

Marcelo Sandrini Perin<sup>1</sup>

Frederico E. Z. Glitz<sup>2</sup>

Resumo: A participação de instituições financeiras é cada vez mais frequente nas atividades econômicas em razão de sua função creditícia. Como forma de reduzir o risco de inadimplência, o *covenant* passa a ser utilizado como meio de a instituição financeira acompanhar a saúde financeira da empresa provisionando um possível inadimplemento, tendo como possíveis implicações: o vencimento antecipado da dívida, cobrança de valor pecuniário a fim de afastar a condição pactuada, ou até mesmo interferir na gestão econômica da sociedade empresária. O objetivo do presente trabalho foi buscar a natureza jurídica dos *covenants* em financiamentos de longo prazo, de mo-

---

<sup>1</sup> Possui graduação em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Paraná (2013) e graduação em Direito pela Universidade Positivo (2012). Tem experiência na área de Economia, com ênfase em Microeconomia. Realizando MBA na Fundação Getúlio Vargas - ISAE em Gestão Estratégica de Empresas.

<sup>2</sup> Advogado. Mestre e Doutor em Direito das Relações Sociais (UFPR); Especialista em Direito e Negócios Internacionais (UFSC) e em Direito Empresarial (IBEJ). Professor integrante do Núcleo Stricto Sensu em Direito da UNOCHAPECÓ. Coordenador dos Cursos de Pós-graduação em Direito Civil e Processo Civil (2011 a 2014), Direito Contratual (2013 e 2014) e Direito Empresarial (2011) do Centro Universitário Curitiba (UNICURITIBA). Professor dos cursos de Graduação e Pós-graduação do Centro Universitário Curitiba (UNICURITIBA). Professor convidado de diversos cursos de Pós-graduação. Membro do Conselho Editorial de vários periódicos especializados nacionais e da Revista Education and Science without Borders (Cazaquistão). Vice-presidente da Comissão de Propriedade Intelectual da OAB/PR. Membro do Instituto dos Advogados do Paraná (IAP). Diretor Científico do INTER (Instituto de Pesquisas em Comércio Internacional e Desenvolvimento). Componente da lista de árbitros da Câmara de Arbitragem e Mediação da Federação das Indústrias do Paraná (CAMFIEP).

do a poder concluir sobre seus efeitos. Tomando como base tais prerrogativas, elabora-se conclusão ao final a partir da comparação do instituto pesquisado com demais institutos semelhantes existentes no Direito brasileiro.

Palavras-chave: *Covenant*; efeitos da quebra de *covenants*; cláusula de vencimento antecipado, cláusula penal.

Sumário: Introdução. 2. Conceito e função do covenant; 3. Análise jurídica do covenant; 3.1 Natureza jurídica; 3.2 Cláusula de vencimento antecipado ou cláusula penal? 4.perspectivas de interpretação do instituto do covenant pelo Judiciário; 4.1. Análise de caso julgado de vencimento antecipado

## INTRODUÇÃO



utilização do chamado *covenant* no Brasil é recente, embora cada vez mais frequente em negócios bancários. De uma maneira geral, a figura é utilizada pelo Mercado financeiro como uma condição, criada pela instituição financeira, e imposta ao agente tomador dos recursos, a fim de minimizar o risco de inadimplemento. A consequência geral do não cumprimento da cláusula seria, a princípio, a existência de uma prerrogativa de o credor antecipar o vencimento da operação. Além disso, o *covenant* representa verdadeira tentativa de padronização global do tratamento dispensado pelo agente bancário aos seus clientes nos diversos países em que aquela determinada instituição atua.

Como se trata de uma cláusula de significativo uso em contratos de financiamentos bancários nos Estados Unidos, o *covenant* vem sendo utilizado em um grande número de casos brasileiros principalmente no que diz respeito à emissão de

debêntures. Nestes casos, em virtude do grande valor de algumas operações, o *covenant* assume o papel de mitigador de risco. Passa, portanto, a ser relevante entender a forma pela qual o Direito Brasileiro identifica, classifica e interpreta tal cláusula, a fim de que o investidor possa mensurar o risco de alocar seu capital em tal empreendimento.

Para tanto, o presente artigo tentará traçar algumas noções e interpretações sobre a forma na qual o Direito brasileiro recebe, aplica e visualiza o *convenant*. Buscando assim averiguar se tal conceito já é existente na prática negocial, se pode ser utilizada alguma forma de analogia ou se realmente inova em relação ao ordenamento jurídico nacional.

A partir desta concepção inicial, buscar-se-á breve análise jurisprudencial a fim de verificar uma visão mais prática. Tal tarefa inicia-se, então, pela análise do conceito que o Mercado atribui à figura do *covenant*. Eis o que se fará a seguir.

## 2. CONCEITO E FUNÇÃO DO COVENANT

Ao tratar da noção de *covenant* depara-se inicialmente com dificuldade comum existente em termos bancários, a utilização de outro idioma para nomear o instituto. Bastante utilizada nos Estados Unidos, tem-se que no inglês o vocábulo tem como significado, algo similar às noções de convenção, pacto, convênio, cláusula de contrato<sup>3</sup>.

Pode-se, inicialmente, definir o *covenant*, então, como uma cláusula pactuada entre o agente financiador e o tomador de crédito, de modo a se resguardar o credor em situações de possível inadimplemento ou de eventuais modificações estruturais por parte da tomadora dos recursos. Trata-se, portanto, de mecanismo de proteção do credor bancário em operações creditícias.

---

<sup>3</sup> COVENANT. In: Michaelis: pequeno dicionário inglês –português, português – inglês. 70.ed. São Paulo: Companhia Melhoramentos, 2002. p. 70.

Tal cláusula, diferentemente de uma garantia em sentido estrito (seja fidejussória ou real) não garante o crédito com patrimônio existente ou eventual do devedor, em verdade tão somente antecipa um possível inadimplemento, precificando-o. Em outros termos, constatada a situação de “risco”, o credor calcula e passa a absorver de forma prévia um futuro *default* tanto de principal quanto de juros. Deste ponto de vista, a cláusula seria uma forma de proteção do crédito, atribuindo ao devedor à incapacidade de o financiado conseguir honrar o pagamento do principal e de sua remuneração.

Assim, em caso de não cumprimento da condição estipulada, tem-se que o devedor incorre na quebra de *covenant*. Em outros termos, em não se cumprindo tal condição, ao credor abre-se a prerrogativa de antecipar o vencimento na medida em que o devedor não cumpriu com a condição estipulada.

Prática comum do mercado bancário, no entanto, ao invés de se invocar o vencimento antecipado de toda a dívida que certamente seria extremamente onerosa para o devedor, é a cobrança de uma “fee” (taxa) ou “waiver fee” (taxa de renúncia). A primeira figura é, simplesmente, uma “multa” por descumprimento contratual, enquanto a segunda vincular-se-ia a um prazo específico para que o devedor consiga cumprir com a condição, postergando assim o *covenant* através de pagamento de “taxa”.

A dinâmica deste tipo de negociação pode ser notada em um exemplo noticiado pelo Valor Econômico (25/05/2012)<sup>4</sup>: em que a Usiminas convoca Assembleia Geral Extraordinária para discutir as implicações da quebra de *covenants*. A pauta teria como tema principal a ser discutido, o fato de a siderúrgica não ter cumprido com o pactuado referente ao índice financeiro dívida líquida sobre o Ebitda (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização), indicador este que

---

<sup>4</sup> Disponível em <http://www.valor.com.br/empresas/2677288/fitch-rebaixa-rating-da-usiminas-de-bbb-para-bb?web=true>. Acesso em 22 de outubro de 2014.

busca identificar a capacidade do resultado operacional da empresa em relação à dívida líquida, descontado o caixa e aplicações com alta liquidez.

“Segundo o HSBC, embora a violação de uma cláusula de endividamento dê aos credores algum controle nas discussões, isso se atém a uma negociação, algo como um processo de colaboração”<sup>5</sup>. Segundo o analista do HSBC Research Jonathan Brandt, o tomador de recursos busca evitar o efeito principal da quebra, buscando uma renúncia ou mudança na cláusula, enquanto o credor exige algum tipo de remuneração em consequência.

Nesse mesmo relatório:

A corretora (HSBC Research) acrescenta que as negociações de uma violação de cláusula de endividamento costumam terminar com a concessão de uma renúncia e com a expectativa de que, em algum momento, o credor chegará a um ponto no qual estará em conformidade novamente com a cláusula original. Até o momento em que a empresa consiga atingir esses níveis novamente, os credores podem, como pare da renúncia, impor restrições adicionais para o tomador - isto é, limites em certos tipos de gastos, exigências de uso do caixa excedente, como quitar dívidas, etc.<sup>6</sup>

Como mecanismo financeiro, o *covenant* tem se mostrado útil não só do ponto de vista de permitir a avaliação (e minoração) dos riscos creditícios, como, em alguma medida, a ingerência do credor bancário na atividade empresarial.

Em razão disso, e em face da importância em que este tipo de cláusula parece ganhar neste tipo de operação é que

---

<sup>5</sup> VALE. *Usiminas caminha para quebrar cláusulas de endividamento*. Disponível em:

<<http://www.maquina.inf.br/maquinaNet/techEngine?sid=MaquinaNet&command=noticiaClippingSite&action=visualizar&RSS=true&idCliente=46&idNoticia=3337887671371&idClienteRSS=46>> Acesso em: 03/09/12.

<sup>6</sup> VALE. *Usiminas caminha para quebrar cláusulas de endividamento*. Disponível em:

<<http://www.maquina.inf.br/maquinaNet/techEngine?sid=MaquinaNet&command=noticiaClippingSite&action=visualizar&RSS=true&idCliente=46&idNoticia=3337887671371&idClienteRSS=46>> Acesso em: 03/09/12.

passa a ser necessário se compreender sua natureza dentro dos estritos contornos do direito obrigacional brasileiro. É o que se passa a fazer.

### 3 ANÁLISE JURÍDICA DO COVENANT

A globalização financeira, entendida como a crescente interação de relações econômicas e comerciais entre agentes de diferentes países através dos avanços tecnológicos, cresce exponencialmente e junto com ela o risco do inadimplemento e do insucesso, seja em negociações, investimentos, financiamentos, emissão de títulos, entre outros. Tem-se historicamente no Direito um mitigador de riscos por meio de instrumentos de garantia do crédito.

No que tange ao sistema financeiro, a chegada do investimento multinacional incentivou a adoção de um padrão internacional de práticas comerciais e de gestão. Este tipo padrão, embora não tenha natureza cogente, passa a criar normas (*soft law*) seja por meio da adaptação de ferramentas e práticas internacionais, seja pela importação de cláusulas e instrumentos contratuais (internacionalização<sup>7</sup>). Nesse sentido, tem-se o *covenant* como uma segurança nos contratos de financiamento de longo prazo.

Visto tratar-se de algo ainda recente, poucas informações são localizadas na doutrina brasileira, não existindo uma única forma de conceituar o *covenant*. Resta, portanto, buscar institutos, no ordenamento brasileiro, que dele possam se aproximar.

#### 3.1 NATUREZA JURÍDICA

---

<sup>7</sup> GLITZ, Frederico E. Z. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça e a construção de um conceito de internacionalidade contratual. In Revista de Direito Internacional, n. 1, Vol. 10, 2013, p. 208-217.

Segundo GOMES, serão bancários os negócios que envolverem a função creditícia no que diz respeito à atividade mercantil do banco<sup>8</sup>, enquanto que SADDI, aponta que não se pode apenas analisar a visão legalista do contrato bancário, sendo necessário também levar em consideração sua natureza econômica: realizar investimento visando à redução de riscos futuros.<sup>9</sup>

Levando em consideração o aspecto econômico, o SADDI afirma que contrato se trata de uma promessa regida pelo sistema jurídico, mas que tem como base incentivos entre agentes econômicos.<sup>10</sup>

Por outro lado, ROPPO, considerava o contrato “a veste jurídico-formal de operações econômicas. Donde se conclui que onde não há operação econômica, não pode haver também contrato<sup>11</sup>”. ROPPO toma como base a noção de instrumentalidade da figura do contrato, definindo-o como um acordo entre duas ou mais partes, a fim de constituir, regular ou extinguir relação jurídica patrimonial.<sup>12</sup>

O autor utiliza o conceito patrimonial em sua definição de contrato, por apresentar que o contrato pode ser interpretado de duas formas diferentes, uma jurídica e outra econômica, no entanto sempre terá como base uma relação de interesses que remete a noção da operação econômica.<sup>13</sup> Ao tratar das duas interpretações possíveis de contrato, ROPPO dispõe:

---

<sup>8</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 396.

<sup>9</sup> SADDI, Jairo. A Natureza Econômica do Contrato Bancário. In: FONTES, Marcos Rolim Fernandes e WAISBERG, Ivo (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 26.

<sup>10</sup> SADDI, Jairo. A Natureza Econômica do Contrato Bancário. In: FONTES, Marcos Rolim Fernandes e WAISBERG, Ivo (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 26.

<sup>11</sup> ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988. p. 13.

<sup>12</sup> ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988. p. 13.

<sup>13</sup> ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988. p. 8.

se pode e se deve falar do contrato-conceito jurídico, como de algo diverso e distinto do contrato-operação económica, e não identificável pura e simplesmente com este último – é, contudo, igualmente verdade que aquela formalização jurídica nunca é construída (com os seus caracteres específicos e peculiares) como fim em si mesma, mas sim como vista e em função da operação económica, da qual representa, por assim dizer, o invólucro ou a veste exterior, e prescindindo da qual resultaria vazia, abstracta, e conseqüentemente, incompreensível: mais precisamente, com vista e em função do arranjo que se quer dar às operações económicas, dos interesses que no âmbito das operações económicas se querem tutelar e prosseguir. (Neste sentido, como já se referiu, o contrato-conceito jurídico resulta instrumental do contrato-operação económica).<sup>14</sup>

Retomando as posições de GOMES e de SADDI, nota-se ponto comum a idéia de incentivo e crédito. Segundo VIDIGAL, 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<sup>15</sup>”.

Ao tratar do mesmo conceito de crédito, RIZZARDO utiliza de definição mais macroeconômica quando cita que o crescimento de atividades produtivas do comércio e indústria é movido por empréstimos. Com base nessa teoria tem-se a idéia de que a visão empreendedora e os meios de produção nem sempre se encontram no mesmo indivíduo.<sup>16</sup>

No que diz respeito à operação creditícia, tem-se como um dos exemplos o contrato bancário de financiamento, que segundo PEREIRA, é a forma pela qual a instituição financeira antecipa valores referentes a créditos que o tomador venha a

---

<sup>14</sup> ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988. p. 9-10.

<sup>15</sup> VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo: RT, 1997. p. 191.

<sup>16</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos de Crédito Bancário*. 6.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003. p. 15.



ter, a fim de proporcionar meio para realização de investimentos e empreendimentos.<sup>17</sup> Em que pese o financiamento seja uma das formas mais comuns de fomento, tal operação passa a ser mais difícil de acontecer com volumes monetários elevados, como em caso de investimento superior ao volume de crédito previsto a receber pela empresa, nesse caso uma opção seria ao invés de tomar recursos de apenas uma instituição, ter vários credores (por exemplo, via emissão de debêntures).

A fim de se precaver, a instituição financeira, ao emitir debêntures (via contratos de *underwriting*) ou ao operacionalizar um financiamento, prevê em seu contrato, espécies de garantias. As garantias reais e/ou pessoais sempre foram as mais utilizadas, no entanto apresentavam em muitos casos dificuldade executória. É nesse contexto que passa a ser analisada a natureza jurídica do *covenant*, ferramenta utilizada por bancos como forma de assegurar o adimplemento futuro do financiamento.

No que diz respeito aos riscos que o agente financeiro corre, COVELLO afirma caber a ele prever e calcular o risco natural de crédito, a fim de se precaver de um eventual inadimplemento, cujos efeitos podem ser bastante nocivos ao equilíbrio econômico da instituição, uma vez que bancos emprestam recursos que de maneira geral e simples, não são seus.<sup>18</sup>

Ainda nesse sentido, COVELLO complementa:

Na luta contra o risco, o Banco toma todas as precauções necessárias no sentido de garantir o cumprimento da obrigação assumida pelo cliente. Antes de aprovar um contrato de crédito, o banqueiro leva em conta não só a situação do próprio cliente, como, também, a natureza da operação solicitada e as condições atuais da economia. Destarte, a apreciação do risco determina a exigência de garantias que se tornaram praxe na

---

<sup>17</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 13.ed. Rio de Janeiro, Forense, 1999. p. 346.

<sup>18</sup> COVELLO, Sergio Carlos. *Contratos Bancários*. 4.ed. São Paulo: Leud, 2001. p. 277.

contratação bancária.<sup>19</sup>

Tomando o *covenant* como uma forma de minimizar risco, poder-se-ia até mesmo entendê-la como espécie de garantia. Entretanto, como o crédito não fica atrelado a um patrimônio existente ou futuro que o garante, esta “garantia” é mais uma possibilidade que uma realidade.

É possível, no entanto, identificar pontos de contato da figura com uma cláusula de vencimento antecipado, uma vez que o efeito principal é a prerrogativa de o banco antecipar ou não o vencimento e com uma cláusula penal por se tratar de um pacto fixado de antemão. Posto não existir ainda posicionamento único na jurisprudência atual, não sendo localizado nenhum caso no Superior Tribunal de Justiça vinculado ao verbete “*covenant*”<sup>20</sup>, vale expor o conceito de cláusula de vencimento antecipado e cláusula penal a fim de comparar e traçar conclusões preliminares no que tange a real natureza jurídica do *covenant*.

### 3.2 CLÁUSULA DE VENCIMENTO ANTECIPADO OU CLÁUSULA PENAL?

Ao analisar o texto de Lei, conclui-se que de forma geral, o instituto do vencimento antecipado surge quando o devedor se releva em situação de insolvência ou insolvabilidade. Há de qualquer sorte certa semelhança entre os dois institutos, na medida em que o *Covenant* permite ao agente financiador “acompanhar” a saúde financeira do devedor e, conseqüentemente, a sua capacidade futura de adimplir.

Porém, diferentemente do instituto do vencimento antecipado, cujo efeito é a antecipação do vencimento da dívida, comprovado o descumprimento contratual, o *Covenant* apre-

---

<sup>19</sup> COVELLO, Sergio Carlos. *Contratos Bancários*. 4.ed. São Paulo, Leud, 2011. p. 277.

<sup>20</sup> Critérios de pesquisa: STJ – Verbetes: “COVENANT” – Sem período definido. Disponível em: <www.stj.gov.br> Acesso em: 30/09/14.

senta um leque maior de efeitos. Além da possibilidade de antecipar o vencimento, caso mais raro de acontecer<sup>21</sup>, pode o agente financeiro banco ainda atuar de duas formas principais: cobrando um *Waiver Fee*<sup>22</sup> ou através da imposição de limitações à administração da empresa.

A cláusula penal, por sua vez, tem por finalidade de garantir previamente o valor de perdas e danos em caso de inadimplimento ou mora. Orlando GOMES ensina que a cláusula penal é um pacto acessório no qual as partes fixam o valor das perdas e danos de forma prévia em caso de inexecução culposa da obrigação.<sup>23</sup> O próprio autor complementa que, em que pese muitos acreditem que o instituto possui uma força intimidativa, sua função principal é antecipar um valor de perdas e danos, podendo tal valor ser reduzido pelo próprio juízo.<sup>24</sup>

Diferente da opinião de Orlando GOMES é a de Caio Mário da Silva PEREIRA ao tratar da função e objetivo do instituto, segundo este autor, cláusula penal é “uma cláusula acessória, em que se impõe sanção econômica, em dinheiro ou outro bem pecuniariamente estimável, contra a parte infringente de uma obrigação<sup>25</sup>”.

Pode-se notar, então, que o denominador comum em relação ao *Covenant* é o acordo prévio e ciência entre as partes de que caso o financiado não cumpra com todas as condições pactuadas, poderão ser lhe cobrados valores referentes ao seu descumprimento. No entanto os efeitos gerais e objetivos de cada instituto são bastante diferentes. No caso da cláusula penal compensatória, seu escopo é acordar de antemão um pacto de perdas e danos em caso de não cumprimento da obrigação,

---

<sup>21</sup> Concluído através de dois anos de experiência trabalhando em duas instituições financeiras, em contato com casos práticos de Covenants.

<sup>22</sup> Espécie de cláusula penal por meio da qual o agente financeiro concede dispensa, renúncia ou perdão de Covenant.

<sup>23</sup> GOMES, Orlando. *Obrigações*. 10.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. p. 159.

<sup>24</sup> GOMES, Orlando. *Obrigações*. 14.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000. p. 159.

<sup>25</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. v.2. 20.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 145.

muito diferente do *Covenant* que busca acompanhar os resultados financeiros da empresa, caracterizando-se como ferramenta intermediária, não sendo necessário haver o descumprimento da obrigação. Nota-se, portanto, maior semelhança entre *Covenant* e a cláusula penal moratória, uma vez que um dos efeitos possíveis do *Covenant* é a cobrança de multa pelo descumprimento de alguma condição obrigacional, não implicando em um inadimplemento da obrigação principal, apenas ilustrando que umas das obrigações contratuais não foram cumpridas conforme pactuadas.

O *Covenant* também traz maior segurança e conforto para o investidor, diferente da cláusula penal que apresenta uma forte incerteza com relação ao adimplemento e a forma como tal se dará, visto já precificar perdas e danos de forma prévia.

Consoante à opinião de Orlando GOMES, Gustavo TEPEDINO, ao tratar das espécies de cláusula penal, cita:

As codificações contemporâneas afastam-se progressivamente da concepção de sanção para a cláusula penal, ao menos no caso da cláusula penal compensatória, ao argumento de que, ao contrário da cláusula penal moratória, destinada a reforçar a possibilidade do cumprimento da obrigação, sua finalidade é a de facilitar o credor com a pré-liquidação das perdas e danos.<sup>26</sup>

Nota-se caso semelhante à comparação entre *Covenant* e Vencimento Antecipado, pelo fato de um dos efeitos possíveis daquele ser semelhante ao efeito estipulado pela cláusula penal moratória, no entanto não podem ser confundidos ambos, devido ao fato de que possuem naturezas e objetivos diferentes, além do fato de o *Covenant* possuir outros efeitos além da cobrança de valor por não cumprimento de cláusula contratual, como é o caso, por exemplo, de antecipar o vencimento ou de interferir na gestão da atividade econômica da financiada.

---

<sup>26</sup> TEPEDINO, Gustavo. *Temas de direito civil*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 48.

O leque de possibilidade de efeitos implica em característica única do *Covenant* ao ser comparado a seus similares. Em que pese existam semelhanças entre o instituto e a cláusula Penal e de Vencimento Antecipado, nota-se que no caso da aplicação daquele, faculta ao financiador optar pelo efeito desejado, seja ele uma antecipação de vencimento, uma cobrança em pecúnia ou até mesmo intervindo na gestão empresarial, direcionando-a para um caminho que acredite ser mais seguro e confiável.

Na realidade contábil mais atualizada (IFRS)<sup>27</sup>, ao se abordar o tema, tenta-se defini-lo de duas formas:

Existem covenants positivos, que especificam limites para indicadores, em geral, mas não exclusivamente contábeis, e os negativos, que limitam ou proíbem certas ações dos administradores como aumento da dívida ou venda de ativos. Os covenants mais utilizados no Brasil são a manutenção de capital de giro mínimo, índice de cobertura de juros ou da dívida e limitação no endividamento.<sup>28</sup>

O *Covenant* surge, então, como cláusula firmada entre partes com conhecimento técnico (banco e grandes empresas), sendo que a financiada necessita de recursos, enquanto o financiador precisa se resguardar contra o inadimplemento.

Com a dificuldade apresentada em conseguir executar garantias reais ou pessoais vinculadas ao contrato, seja pela morosidade do Poder Judiciário ou pela demora até que possa ser executar o débito (exigibilidade), o *Covenant* aparece como

---

<sup>27</sup> A sigla IFRS em inglês significa International Financial Reporting Standards, que traduzido para a nossa linguagem quer dizer Normas e Padrões Internacionais de Contabilidade. Desde a mudança das regras de práticas contábeis em janeiro de 2010, as normas e padrões contábeis brasileiros convergem para as IFRS'S. (Cf. Assessor-Bordin - Assessoria Contábil e Contabilidade Gerencial. Disponível em: <<http://www.abordin.com.br/opiniaio/ifrs.php>> Acesso em: 18/09/2012.

<sup>28</sup> IFRS BRASIL. *Contabilização de Dívida em Condição de Pagamento Antecipado Devido à Condições Restritivas (covenants) Quebradas*. Publicado em: 21/02/11. Disponível em: <<http://ifrsbrasil.com/demonstracoes-contabeis/apresentacao/contabilizacao-de-divida-em-condicao-de-pagamento-antecipado-devido-a-condicoes-restritivas-covenants-quebradas>> Acesso em: 18/09/2012.

forma de acompanhar a saúde da empresa, impondo obrigações a serem cumpridas no decorrer do prazo do financiamento, comprovando assim à instituição financeira, que o financiado terá plenas condições de arcar com o adimplemento ao fim do prazo estipulado.

Conforme já exposto, o inadimplemento implicaria três possíveis efeitos a serem definidos pelo financiador: (i) antecipação do vencimento da dívida total; (ii) cobrança de multa para dispensa do Covenant – *Waiver Fee*; ou (iii) imposição de limitações aos administradores a fim de que a instituição financeira possa guiar os passos do financiado na direção que acreditar ser mais correta, viável, segura.

A conclusão extraída da análise de tais efeitos, é no sentido de que se tratam de institutos diferentes dos demais apresentados: cláusula penal ou cláusula de antecipação de vencimento pelo fato de possibilitarem à instituição financeira a opção pelo resultado desejado, seja ele de caráter pecuniário ou não.

#### 4 CONCLUSÃO

O objetivo do presente artigo foi o de abordar uma forma específica que o Mercado Financeiro vem utilizando a fim de mitigar o risco de investimentos ou financiamentos. Sob essa perspectiva, nota-se no Direito um instrumento de redução de risco, através da criação de cláusulas e contratos cada vez mais rígidos, com o escopo de trazer maior segurança jurídica.

Fernando ARAÚJO, ao tratar da análise econômica dos contratos, discorre também sobre a forma na qual Direito funciona como instrumento a fim de garantir que as vontades das partes sejam cumpridas, com o mínimo de risco possível. Tal perspectiva evidencia-se através da consideração feita pelo autor no que tange ao contrato incompleto:

Como se enfatiza na abordagem do contrato incompleto, a superveniência de contingências parece poder ser sempre efici-

entamente mitigada, no seu impacto sobre o interesse negativo, através de estipulações que, entre outros efeitos, habilitem o credor a fixar ou a rever o preço no momento do cumprimento, com a possibilidade de rejeição pelo devedor, optando-se nesse caso pela indenização pré-fixada.<sup>29</sup>

Tomando como base o cenário apresentado, conclui-se que a tendência é cada vez maior da utilização do *Covenant* em contratos de financiamento de longo prazo, uma vez que o objetivo da cláusula é trazer maior segurança jurídica.

Tendo em vista o fato de a evolução jurídica ser mais burocrática e morosa que a evolução financeira, o lapso temporal resultante de tais evoluções implica em contexto no qual o Direito não possua o instrumento legal correspondente para a análise daquele caso específico, nesses casos, utiliza-se, muitas vezes, da analogia perante outros institutos existentes enquanto não definido o novo conceito.

Tal implicação torna-se evidente ao analisar a comparação entre o segundo e terceiro capítulos, haja vista que, em que pese não exista ainda caso julgado e nem definição doutrinária exata da natureza jurídica do *Covenant*, buscou-se comparar a forma pela qual o Mercado Financeiro visualiza o instituto, perante a visão jurídica e ainda perspectivas de análise jurisprudencial, através da apresentação de conceitos jurídicos com características parecidas.

Ao comparar os efeitos e implicações do *Covenant*, conclui-se que, embora diferente dos conceitos de vencimento antecipado e cláusula penal, o instituto guarda semelhança com características de cada um, principalmente no que diz respeito aos seus efeitos. Nesse ponto de vista, tem-se o *Covenant* como uma cláusula bastante flexível e consoante aos objetivos da instituição financeira, vez que apresenta diferentes efeitos pos-

---

<sup>29</sup> HERMALIN, B. E. apud ARAUJO, Fernando. Uma análise económica dos contratos – a abordagem económica, a responsabilidade e a tutela dos interesses contratuais. In: TIMM, Luciano Benetti. *Direito & Economia*. 2.ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008. p. 97-174.

síveis a ser adotado pelo financiador em caso de quebra, tais como a antecipação da dívida, a cobrança de valor em função do descumprimento da cláusula, ou então até mesmo uma intervenção na administração da sociedade empresária.

Em que pese a conclusão do presente artigo seja pela natureza *sui generis* do *Covenant*, interessante a análise jurisprudencial futura, pois apenas ela poderá fornecer os dados da interpretação dada no caso concreto.

Posto isso, a conclusão geral atribuída ao presente artigo é a de que o *Covenant* é um instituto desenhado para garantir a segurança contratual que, embora sua definição não seja ainda muito precisa nem por parte do Mercado quanto por parte da Doutrina jurídica, sendo elas até mesmo divergentes entre si, possui a tendência de ser utilizado com maior frequência, cabendo uma análise mais aprofundada da doutrina no que diz respeito à sua natureza, aplicação e efeitos, visto tratar-se de definição não prevista no Direito brasileiro de forma específica.



## REFERÊNCIAS

- ANDIMA e ABRASCA. *O que são debentures?* Rio de Janeiro. Disponível em: <[www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha\\_debentures.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf)> Acesso em: 28/07/12.
- ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. *Ata de Reunião do Conselho de Administração.*



- Valinhos, 18/02/09. Disponível em: <[http://www.mzweb.com.br/anhanguera2011/web/arquivos/Anhanguera\\_RCA\\_debentures\\_20090303\\_pt.pdf](http://www.mzweb.com.br/anhanguera2011/web/arquivos/Anhanguera_RCA_debentures_20090303_pt.pdf)> Acesso em: 18/09/2012. Anexo 7.
- ARAUJO, Fernando. Uma análise econômica dos contratos – a abordagem econômica, a responsabilidade e a tutela dos interesses contratuais. In: TIMM, Luciano Benetti. *Direito & Economia*. 2.ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008. p. 97-174.
- BANCO DO BRASIL. Cláusulas Gerais do Contrato de Abertura de Crédito em Conta Corrente – Contas Especiais. *Contrato Bancário*. Disponível em: <[www.bb.com.br/portalbb/frm/fw0700611\\_1.jsp](http://www.bb.com.br/portalbb/frm/fw0700611_1.jsp)> Acesso em: 30/07/2012. Anexo 6.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: instrumento de garantia em Project Finance. *Revista do BNDES*, n. 11, v.6, p. 117-135, jun. 1999.
- BOVESPA FIX. Guia de Debêntures. atual. jan. 2006. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/bf\\_guiadebentures.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/bf_guiadebentures.pdf)> Acesso em: 03/09/2012.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. v.1. 4.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- COVELLO, Sergio Carlos. *Contratos Bancários*. 4.ed. São Paulo: Leud, 2001.
- COVENANT. In: Michaelis: pequeno dicionário inglês – português, português – inglês. 70.ed. São Paulo: Companhia Melhoramentos, 2002. p. 70.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 18.ed. Rio de Janeiro Qualitymark, 2010.
- GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense,

2008.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 14.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

HERMALIN, B. E. apud ARAUJO, Fernando. Uma análise econômica dos contratos – a abordagem econômica, a responsabilidade e a tutela dos interesses contratuais. In: TIMM, Luciano Benetti. *Direito & Economia*. 2.ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008. p. 97-174.

IFRS BRASIL. *Contabilização de Dívida em Condição de Pagamento Antecipado Devido à Condições Restritivas (covenants) Quebradas*. Publicado em: 21/02/11. Disponível em: <<http://ifrsbrasil.com/demonstracoes-contabeis/apresentacao/contabilizacao-de-divida-em-condicao-de-pagamento-antecipado-devido-a-condicoes-restritivas-covenants-quebradas>> Acesso em: 18/09/2012.

IGUATEMI – Empresa de Shopping Centers S.A. *Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição de Debêntures Simples, não Conversíveis em Ações, em Série Única*. São Paulo, 09/03/11. Disponível em: <[http://www.itau.com.br/\\_arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Prospecto51.pdf](http://www.itau.com.br/_arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Prospecto51.pdf)> Acesso em: 18/09/12. p. 414–418. Anexo 8.

LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A. *Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da 6ª Emissão de Debêntures*. Rio de Janeiro, 14/07/09. Disponível em: <[http://www.bradescobbi.com.br/SI\\_opa/upload/LIGHTDEFVCVM.pdf](http://www.bradescobbi.com.br/SI_opa/upload/LIGHTDEFVCVM.pdf)> Acesso em: 18/09/12. p. 84. Anexo 9.

PARKINSON, Carmen Sylvia Motta. *Covenants – um novo instrumento a garantir debêntures*. Legisbancos, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários/ Superintendência Jurídica, 1980. Parte 4.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 13.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

- PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. v.2. 20.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.
- RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos de Crédito Bancário*. 6.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil: Parte Geral das Obrigações*. v.2. São Paulo: Saraiva, 2006.
- ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988.
- SADDI, Jairo. A Natureza Econômica do Contrato Bancário. In: FONTES, Marcos Rolim Fernandes e WAISBERG, Ivo (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 26.
- SANTOS, José Odílio dos. *Análise de Crédito: empresas, pessoas físicas, agronegócio e pecuária*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- TEPEDINO, Gustavo. *Temas de direito civil*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.
- VALE. *Usiminas caminha para quebrar cláusulas de endividamento, diz HSBC*. Disponível em: <<http://www.maquina.inf.br/maquinaNet/techEngine?sid=MaquinaNet&command=noticiaClippingSite&action=visualizar&RSS=true&idCliente=46&idNoticia=3337887671371&idClienteRSS=46>> Acesso em: 03/09/12. Anexo 5.
- VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo: RT, 1997.