

Veirano Debts Capital Market

Guia Prático sobre Negative Pledges

Setembro de 2023

Cláusula de vedação à outorga de garantias (*negative pledge clause*): ferramenta adicional dentro da estrutura contratual para resguardar a integridade do crédito

Negative Pledge é um termo comumente utilizado em contratos financeiros, especialmente em acordos de financiamento e emissões de títulos no mercado de capitais. Esse termo está associado a cláusulas projetadas para proteger os interesses dos credores, limitando a capacidade do devedor de comprometer seus ativos ou garantias de maneira que possa prejudicar o pagamento da dívida.

Em essência, a cláusula de *negative pledge* (ou de proibição de concessão de garantias) é um compromisso negativo, por meio do qual impede-se que o devedor realize certas ações que poderiam afetar a posição dos credores. Isso é geralmente alcançado através de um compromisso do devedor de não criar quaisquer ônus adicionais sobre seus ativos, tais como propriedades, ações, participações em empresas ou outros ativos valiosos, que possam diminuir, colocar em causa ou prejudicar as garantias do credor.

Essa cláusula é especialmente relevante em acordos onde os credores estão dispostos a fornecer financiamento com base na confiança na capacidade do devedor de reembolsar a dívida. Se o devedor comprometer ativos adicionais como garantia para novos empréstimos, os credores existentes podem ter sua posição prejudicada, uma vez que agora há mais credores competindo pelos mesmos ativos em caso de inadimplência.

O uso desse dispositivo pode variar em sua abrangência e detalhes, dependendo das negociações entre as partes envolvidas. Algumas cláusulas podem ser mais rigorosas, impedindo o devedor de dar qualquer forma de garantia adicional, enquanto outras podem permitir a criação de garantias adicionais, desde que determinadas condições ou limites sejam atendidos.

A presença dessa cláusula em um contrato pode fornecer um grau de segurança adicional para os credores, minimizando o risco de que o devedor tome ações que possam prejudicar seu poder de recuperação em caso de inadimplência. No entanto, para os devedores, ela pode limitar sua flexibilidade financeira, uma vez que impõe restrições sobre como eles podem usar seus ativos.

No contexto do mercado de capitais, o *negative pledge* é frequentemente encontrado em acordos de emissão de títulos, como debêntures e notas comerciais, onde os emissores buscam levantar fundos emitindo títulos de dívida. A inclusão dessa cláusula oferece aos detentores de títulos uma garantia de que os ativos-chave do emissor não serão comprometidos para outras obrigações semelhantes.

Como exemplo de redação do uso do dispositivo *negative pledge*:

> *"Constituição de quaisquer ônus, entendido como hipoteca, penhor, alienação fiduciária, cessão fiduciária, usufruto, fideicomisso, encargo, gravame, ou outro ato que tenha o efeito prático similar a qualquer das expressões acima ("Ônus") em favor de terceiros sobre quaisquer bens, créditos e demais ativos da Emissora, exceto se previamente aprovado por Debenturistas reunidos em Assembleia Geral de Debenturistas."*

É importante notar que cláusulas de *negative pledge* podem recair aos fiadores/garantidores de uma determinada oferta:

> *"Criação de Ônus, gravames ou encargos sobre ativos da Emissora ou de cada Fiador em valor agregado para cada referida entidade, igual ou superior, a R$ 6.000.000,00 (seis milhões de reais), atualizado monetariamente pelo IPCA acumulado na menor periodicidade permitida por lei, a partir da Data de Emissão, ou o equivalente em outras moedas (...)."*

Os fiadores desempenham um papel fundamental ao garantir o cumprimento das obrigações do devedor principal. A aplicação de *negative pledge* aos fiadores garante que, em caso de execução da dívida, os recursos do fiador não sejam comprometidos com outras obrigações financeiras, o que poderia prejudicar o pagamento aos investidores.

Considerando o cenário de operações de ofertas públicas de dívida, é relevante destacar que a cláusula geralmente prevê exceções específicas. Por exemplo, a emissora pode ser autorizada a criar garantias adicionais se essas garantias forem relacionadas a dívidas ou obrigações que sejam significativamente menores em valor, em comparação com os títulos de dívida emitidos. É comum, também, verificar nos precedentes do mercado de valores mobiliários exceções ao *negative pledge* relacionados a determinada porcentagem do ativo (outras métricas podem ser utilizadas) da sociedade emissora, à título de exemplo:

> *"Se a Emissora alienar ou onerar, direta ou indiretamente, total ou parcialmente, quaisquer equipamentos ou outros bens de seu ativo, excetuando se alienações ou onerações, em valor individual ou agregado, não superiores ao montante correspondente a 25% (vinte e cinco por cento) do Ativo Não Circulante da Companhia, conforme última demonstração financeira consolidada anual ou informação financeira trimestral da Companhia imediatamente anterior à data do evento, limite esse que deverá ser observado cumulativamente durante toda a vigência das Debêntures."*

Modificações no *negative pledge* normalmente requerem a aprovação dos detentores de títulos de dívida, o que dá a esses investidores a capacidade de proteger seus interesses e evitar alterações que possam impactar negativamente sua posição.

Em geral, o conceito de *negative pledge* é incorporado as hipóteses elencadas nas cláusulas de vencimento antecipado nos instrumentos financeiros. Portanto, é prática comum que a sociedade emissora esteja obrigada a seguir os procedimentos de convocação de uma assembleia geral (observado os quóruns de convocação e deliberação estabelecidos) a fim de obter um "waiver" para o não cumprimento dessas cláusulas:

> *"As deliberações relativas à renúncia ou a perdão temporário a quaisquer dos Eventos de Vencimento Antecipado previstos desta Escritura de Emissão (pedido de waiver), que deverão ser aprovadas em Assembleia Geral de Debenturistas, instalada em primeira ou em segunda convocação, por Debenturistas representando, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) das Debêntures em Circulação (conforme definido abaixo)."*

O descumprimento das cláusulas de *negative pledge* pode acarretar sérias repercussões para a sociedade emissora. Quando tais cláusulas são violadas, é considerado um evento de inadimplemento, o que pode resultar no vencimento antecipado da dívida. Esse vencimento antecipado pode ocorrer de forma automática, ou seja, declarado automaticamente pelo agente fiduciário na ocorrência de tal descumprimento, ou não automática, quando os credores mediante assembleia geral optam por declarar o descumprimento de tal cláusula. Em qualquer cenário, as consequências serão severas para a sociedade emissora, incluindo a exigência de pagamento imediato de todo o valor devido, juros adicionais e possíveis ações judiciais por parte dos credores.

Negative Pledge e *Project Finance* no Brasil

No contexto brasileiro, o "project finance" é uma estrutura financeira amplamente utilizada para viabilizar grandes projetos de infraestrutura e empreendimentos de grande porte. Essa abordagem financeira é geralmente caracterizada pela criação de uma entidade legal separada para o projeto, conhecida como Sociedade de Propósito Específica (SPE) (observado que outras estruturas societárias podem ser utilizadas), que assume os riscos e responsabilidades financeiras associados ao empreendimento. As emissões pautadas no conceito de "project finance" são reguladas pela Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011 e no Decreto nº 8.874 de 11 de outubro de 2016, cujo teor regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.



As cláusulas de *negative pledge* são, no caso de project finance, casuísticas, uma vez que sua aplicação e abrangência dependem diretamente do projeto a ser financiado e do setor de atuação da sociedade em questão. Essas cláusulas são elaboradas com base nas necessidades específicas de cada empreendimento e nas características do mercado em que a sociedade opera. Contudo, é interessante notar que, ao observar os precedentes de mercado, é possível identificar conceitos semelhantes em emissões que não se enquadram como "project finance".

Determinadas emissões podem incluir cláusulas de *negative pledge* que abordam o comprometimento total de ativos, com exceções limitadas a uma determinada métrica financeira, como ativos totais, receita, ou outras métricas relevantes. Isso demonstra como o pode ser adaptada e aplicada de maneira mais ampla, independentemente do contexto de um projeto específico.

Vale ressaltar, entretanto, dependendo do setor de atuação da sociedade, pode se verificar exceções ao relacionados a prestação de garantias em função de obrigações regulatórias, como por exemplo:

> *"Constituição e/ou prestação pela Emissora ou suas Controladas, de quaisquer ônus, gravames, garantias reais e/ou qualquer outra modalidade de obrigação que limite, sob qualquer forma, a propriedade, titularidade, posse e/ou controle sobre os ativos, bens e direitos de qualquer natureza, exceto (a) com relação à garantias constituídas e/ou prestadas exclusivamente em função de obrigações regulatórias regulares junto à Agência Nacional de Energia Elétrica ("ANEEL"), à Câmara de Comercialização de Energia Elétrica ("CCEE") e/ou ao Operador Nacional do Sistema Elétrico – ONS ("ONS")."*

Em suma, o é uma salvaguarda crucial para os investidores de valores mobiliários, visto que é essencial para manter a confiança dos investidores no mercado de capitais e garantir o cumprimento adequado dos termos dos instrumentos financeiros pela sociedade emissora e pelos eventuais garantidores terceiros.

Cada operação é diferente...

A Cláusula de *negative pledge* é um instrumento fundamental para proteger os credores seniores existentes de serem efetivamente subordinados a uma dívida sênior garantida posteriormente. Este artigo descreveu de forma suscinta a forma como uma cláusula de *negative pledge* é utilizado no contexto do DCM e Project Finance, dentro do âmbito típico de constituição de uma cláusula de *negative pledge* nas obrigações contratuais e de investimento e as potenciais variações que podem ser observadas.

Lembramos que cada "vedação à outorga de garantias" pode ser diferente num evento de negociações de termos e condições da operação, assim cada situação terá de ser analisada caso a caso. A equipe DCM do Veirano fica à disposição para discutir qualquer ponto do presente artigo.

VEIRANO ADVOGADOS

Estamos à disposição caso tenha dúvidas ou precise de informações adicionais



Lior Pinsky
+55 11 2313 5708
lior.pinsky@veirano.com.br



Victor Baptistin
+ 55 11 2313 5852
victor.baptistin@veirano.com.br



Levi Custodio Santos
+55 11 2313 5848
levi.santos@veirano.com.br



Felipe Tenerelli
+55 11 2313 5816
felipe.tenerelli@veirano.com.br



Giovanna Fetter
+55 11 2313 5751
giovanna.fetter@veirano.com.br



Michele Cazemiro Santos
+55 11 2313 5718
michele.santos@veirano.com.br



Vitoria Mazetto Bianchi Costa
+55 11 2313 3811
vitoria.magno@veirano.com.br