

# Fontes de Financiamento e Cenários de Financiamento em Crise

Setembro 2020  
São Paulo, SP - Brasil

© 2020 Galeazzi & Associados

All rights reserved. All content, including forecasts, analysis and opinion, has been based on information and sources believed to be accurate and reliable at the time of publishing. Galeazzi & Associados makes no representation of warranty of any kind as to the accuracy or completeness of any information provided, and accepts no liability whatsoever for any loss or damage resulting from opinion, errors, inaccuracies or omissions affecting any part of the content. All content may not be reproduced, copied or redistributed without the express consent of Galeazzi & Associados.

## Insight # 3

### Autoria:

Galeazzi &  
Associados

### Colaboração:

Rodrigo Casari

Fábio Pereira

Daniel Migrone

Bartosz Korczynski

Flávio Rodrigues

Bruno de Queiroz

## Galeazzi & Associados

### Endereço:

Rua Hungria, 1240 - 7º Andar

Jardim Europa

São Paulo, SP

01455-000

### Telefone:

+ 55 11 3383-9600

### Email:

[galeazzi@galeazzi.com.br](mailto:galeazzi@galeazzi.com.br)

## Introdução

Os ambientes de negócios ao redor do mundo são bastante complexos e requerem muita disciplina por parte das empresas, seja no nível operacional, buscando sempre a excelência, ou no nível financeiro, objetivando operar com a estrutura de capital mais adequada.

A combinação de uma empresa com excelência operacional e uma gestão financeira otimizada, normalmente tem como consequência um retorno positivo para os acionistas, investidores e demais stakeholders envolvidos na atividade empresarial.

Além de um retorno financeiro satisfatório, tais práticas resultam em negócios duradouros, com alicerces fortes para continuarem sua caminhada e conseguirem passar por momentos de turbulência.

No entanto, existe um conjunto de empresas que, por diversas razões, não consegue implementar o binômio excelência operacional / estrutura de capital otimizada. Essas empresas, em determinados momentos, podem necessitar de auxílio para uma reestruturação operacional, ou, ainda, um suporte para uma reestruturação financeira de seus passivos.

O cenário atual, no qual vivemos uma crise sistêmica, originada por um problema sanitário, faz com que muitas empresas, mesmo aquelas consideradas como referência em seus mercados, passem por dificuldades e necessitem de auxílio.

Nessas situações, é comum que algumas dificuldades sejam encontradas como, por exemplo, como lidar com negociações de dívida com múltiplos credores, com tipos de operações e garantias diferentes entre si.

Nesse artigo, vamos tratar especificamente de dois tópicos que julgamos de grande relevância quando se trata de reestruturação financeira: garantias de operações financeiras e modelo de renegociação financeira.

O tema das garantias é particularmente interessante e merece destaque, seja sob a ótica de execução das mesmas ou mesmo pela forma que tais garantias são tratadas em cenários mais avançados de degradação da atividade operacional.

Ainda falando de garantias, é interessante refletir sobre o lapso temporal entre a concessão de garantias e sua eventual execução. Comumente observamos que as empresas não realizam uma análise de cenários adequada no momento de conceder as garantias, prática que pode trazer sérias consequências no futuro.

Para abordar o tema de renegociação financeira, apresentaremos, de forma sucinta, uma metodologia de abordagem para implementar o processo com instituições financeiras.

Toda renegociação financeira envolve diversas etapas, todas elas interligadas e dependentes entre si, passando pelo diagnóstico da situação, modelagem dos cenários futuros, preparação da proposta e negociação propriamente dita.

Embora seja muito difícil estabelecer o resultado de um processo de renegociação financeira, temos observado que um processo bem estruturado, com transparência e baseado em premissas críveis e realistas, normalmente atinge bons resultados e, principalmente, resolve o problema de forma definitiva.

Além de abordar os dois tópicos, apresentamos, ao final desse artigo, dois anexos com um detalhamento sobre cenários de negociação de dívida e com um compilado de players e tipos de operações financeiras que compõem o mercado brasileiro.

Esperamos que tenham uma boa leitura.

## Garantias

Discutir garantias a financiamentos abrange diversos aspectos, tais como modalidades de operação, destinação dos recursos, estrutura de capital da tomadora e do grupo societário a que ela esteja ligada, pensando apenas nos mais evidentes.

Mas, talvez, o aspecto mais relevante a se considerar quando se discute garantia é lembrar que seu objetivo principal é garantir que a obrigação de pagamento assumida pelo devedor financiado seja satisfeita em caso de inadimplemento. Ou seja, caso o devedor falhe no pagamento da dívida, é função da garantia assegurar que o credor possa recuperar o seu crédito, acompanhado, naturalmente, dos encargos que o contrato lhe atribuiu.

Esse aspecto, embora pareça óbvio, leva à primeira e, talvez, principal característica da garantia: ela deve ser suficiente para que o credor recupere o montante financiado, devidamente remunerado, em caso de inadimplência. Dessa forma, um financiamento para aquisição de um bem pode exigir garantias adicionais ao próprio bem para garantir o cumprimento da obrigação de pagamento ao longo do tempo. Ainda, se o bem exige despesas relevantes com manutenções de sua funcionalidade, a falha pode depreciar ainda mais o valor da garantia, tornando essencial o reforço. O perecimento da garantia é tão relevante para o contrato de financiamento quanto a obrigação principal (pagamento) e a capacidade do devedor em cumpri-la. Não raro, o perecimento da garantia pode exigir a substituição ou o reforço da garantia estabelecida no contrato, e o próprio vencimento antecipado do contrato de financiamento caso a garantia que perdeu valor não seja satisfatoriamente reforçada ou substituída.

Adicionalmente, deve-se ter em mente que se a garantia serve para proteger o credor da inadimplência do devedor, é preciso lembrar que essa situação pode ser específica, apenas em relação ao próprio financiamento garantido, ou geral, em relação à própria devedora. Se a inadimplência é específica, poderá o credor buscar a satisfação de seu crédito por meio de uma ação judicial junto ao devedor. Não vamos aqui abordar os mecanismos específicos para isso, mas o importante é ter em mente que, nesse caso, o credor poderá exigir o pagamento nos termos do contrato, e, não sendo paga a dívida, poderá executar a garantia como um meio alternativo de recebimento. Todavia, se a inadimplência

do devedor é ampla, ou seja, se não se trata de um determinado contrato em situação de inadimplência, mas de um devedor em crise de liquidez e, portanto, em inadimplência geral frente aos seus credores, essa situação poderá resultar num pedido de recuperação judicial do devedor ou em sua falência. Nessa situação, teremos um concurso de credores, e nem todos os contratos de financiamento e suas respectivas garantias poderão ser autônoma e independentemente perseguidos judicialmente pelo credor. Essa situação levará a questão da garantia a uma outra análise – de sua sujeição ou não sujeição ao concurso de credores do devedor inadimplente.

Considerados os aspectos iniciais, podemos afirmar que existem dois grupos principais de garantias:

- **Garantias fidejussórias ou pessoais** – as garantias pessoais são aquelas em que uma determinada pessoa (física ou jurídica), assume a obrigação de satisfazer a obrigação do devedor junto ao credor, caso o próprio devedor não o faça a contento.
- **Garantias reais** – as garantias reais são aquelas em que um determinado bem ou direito, móvel ou imóvel, garante o cumprimento da obrigação.

As **garantias fidejussórias** são duas: o aval e a fiança.

O aval é uma garantia pessoal dada por um terceiro em um título de crédito, e é uma obrigação solidária. Ou seja, uma vez verificado o inadimplemento ou o vencimento da dívida, o credor pode exigir o pagamento diretamente do avalista, independentemente da situação do devedor.

A fiança, por sua vez, é garantia a uma obrigação contratual e, por definição, o credor deverá primeiramente cobrar o devedor da obrigação para, somente após insatisfeito, cobrar do fiador. A exceção, que, na prática, se verifica na esmagadora maioria dos casos, é que no contrato em que garante o devedor, o fiador costuma renunciar expressamente ao direito de ser cobrado apenas após o devedor (chamado de “benefício de ordem”), o que, na prática, acaba por tornar a fiança muito próxima do aval.

No dia a dia das operações financeiras, esses conceitos levam a duas considerações bastante relevantes.

A **primeira** delas é que o aval e a fiança são os meios usualmente empregados para ampliação do espectro de cobrança para diversas empresas ou pessoas que integram grupos empresariais. Assim, é muito comum

que uma holding controladora seja avalista ou fiadora de sua controlada, ou mesmo que uma determinada empresa com estrutura de capital menos sólida possa se beneficiar da melhor estrutura de uma coligada, barateando a operação por meio da redução de seus próprios riscos.

Também é muito comum que aquelas empresas controladas direta ou indiretamente por pessoas físicas tenham, em determinadas condições, suas obrigações garantidas pelo controlador por meio de avais e/ou fianças. Nota-se frequentemente essa característica em empresas de controle familiar, em que a figura do controlador seja relevante para os negócios.

A **segunda** consideração envolve a recuperação judicial do devedor. Uma vez que a recuperação judicial pode ocorrer já com a obrigação garantida por aval ou fiança sido inadimplida, ou que o pedido de recuperação judicial do devedor pode gerar o vencimento antecipado do contrato ou do título de crédito garantido, o credor poderá evitar os efeitos da recuperação judicial do devedor sobre o pagamento de seu crédito cobrando diretamente o garantidor. Por essa razão é muito comum que no pedido de recuperação judicial de um devedor em falta de liquidez sejam incluídos, adicionalmente, os seus avalistas e fiadores (sempre observando-se as disposições específicas da Lei nº 11.101/2005 a respeito de quem pode ou não pedir recuperação judicial – e há debates bastante acalorados em função da inclusão da pessoa física em pedidos de inclusão de pessoas físicas na recuperação judicial em determinadas situações). Poderá, inclusive, ser apresentado um plano de recuperação judicial único, dependendo, naturalmente, das características específicas do caso concreto.

Já as **garantias reais**, de uma maneira bastante resumida, estão divididas da seguinte maneira:

- **Penhor** – o penhor é a garantia real de bem móvel, como, por exemplo, veículos, máquinas e equipamentos. A alienação fiduciária, abaixo comentada, praticamente colocou em desuso o penhor. Temos visto pouquíssimos casos de financiamentos garantidos por penhor de máquinas e equipamentos, por exemplo, em especial em projetos de reestruturação financeira;
- **Hipoteca** – a hipoteca é a garantia real de bem imóvel. Foi muito utilizada não apenas como meio de garantia de financiamentos empresariais, mas foi também, durante longos anos, o mecanismo de garantia dos financiamentos imobiliários pessoais.

Assim como o penhor, tem sido cada vez menos comum, estando paulatina e progressivamente substituída pela alienação fiduciária em garantia;

- **Alienação/cessão fiduciária** – a alienação fiduciária de bens imóveis ou móveis, assim como a cessão fiduciária de direitos de recebíveis, são, atualmente, os meios mais comuns de garantia a financiamentos empresariais. Basicamente, é a modalidade de garantia em que o titular do bem ou direito (fiduciante) o dá em confiança ao credor (fiduciário), que deverá restitui-lo ao devedor tão logo cumprida a obrigação garantida. O bem ou direito passa à propriedade resolúvel do credor fiduciário, mas a posse do mesmo bem ou direito permanece com o devedor fiduciante, que poderá utilizá-lo desde que, evidentemente, responda pela sua integridade.

A alienação e a cessão fiduciária de bens e direitos em garantia tornaram-se, no decorrer dos últimos anos, praticamente onipresentes em operações de garantia aos financiamentos empresariais. Tal fato se dá em função de duas de suas principais características.

A **primeira** delas é a agilidade em sua retomada pelo credor. Retomada porque ele, credor fiduciário, já tinha a propriedade resolúvel do bem, uma vez que, na prática, ela acaba condicionada ao inadimplemento que agora terá ocorrido. Apenas a posse permanecia com o devedor fiduciante. Nesse caso, bastará ao credor fiduciário consolidar a propriedade fazendo prova da inadimplência, em processo administrativo simples – junto ao registro de imóveis ou equivalente em caso de outro bem móvel. No caso de recebíveis, bastará não creditar ao devedor o pagamento realizado pelo devedor dos títulos dados em garantia, o que terá sido, evidentemente, previamente estabelecido na estrutura contratual da operação.

Esses procedimentos são muito mais ágeis, simples e baratos do que a execução judicial da hipoteca ou do penhor, necessários caso o devedor resista (e, geralmente, ele resistirá) em entregar espontaneamente os bens dados em garantia ao credor.

A **segunda** característica é a não sujeição do crédito garantido por alienação ou cessão fiduciária à recuperação judicial ou falência do devedor, o que mantém a autonomia do crédito em relação à eventual crise de inadimplência ou insolvência do devedor. Não é pouca coisa.

Discutidos de maneira breve todos esses aspectos, é importante ter em mente um dilema inevitável que afeta a garantia em geral: os diferentes momentos em que ela é constituída em favor do credor e exigida pelo mesmo credor, quando inadimplida a obrigação.

A provável diferença entre esses dois momentos faz com que, caso seja necessária, a garantia contratual destine-se a uma contradição natural: ela foi contratada, na grande maioria das vezes, em momentos positivos da vida empresarial, quando a liquidez era adequada, a estrutura de capital equilibrada, ou quando um novo empreendimento seria iniciado; mas será necessária quando um, ou, eventualmente, todos esses pilares estiverem em desequilíbrio.

Não raro, nessas ocasiões acaba se discutindo se a garantia era mesmo adequada, se a empresa não acabou onerando ativos sem os quais não consegue operar, se os recebíveis agora travados junto ao credor não asfixiam o fluxo de caixa, se as empresas coligadas em situação menos desconfortável não acabaram dragadas para um quadro desafiador, e assim por diante.

O lapso de tempo entre o momento em que a garantia foi constituída e aquele em que ela foi exigida e, por vezes, discutida, é fundamental, porque nele estará formado quase que certamente uma história de insucesso. Ou seja, constrói-se uma garantia quando o sucesso é a maior probabilidade, e se exige ou discute a mesma garantia quando ele não veio. E dependendo de como a falta de liquidez é enfrentada, isso pode fazer muita diferença.

Processos de renegociação de endividamento realizados em tratativas diretas entre as partes, os chamados *workouts*, podem ser diretamente influenciados por diversos fatores, mas um deles, certamente, é o peso das garantias e a sua essencialidade para o devedor. Nesse sentido, um ativo dado em garantia na modalidade de alienação fiduciária confere muito mais poder de negociação a esse credor do que àquele que possui o mesmo ativo em hipoteca ou penhor. Primeiro, porque a execução da garantia pelo credor é muito mais rápida e eficiente na alienação fiduciária, e, em segundo lugar, porque a dívida garantida por hipoteca ou penhor está sujeita à recuperação judicial, e a dívida garantida por alienação fiduciária não está.

Em nossa experiência, não são poucos comuns os casos em que a recuperação judicial foi inviabilizada como ferramenta de reestruturação de endividamento em função do excesso de dívida não sujeita ao processo.

Na visão do financiador, quanto maiores a criticidade da garantia para as atividades do devedor e sua independência negocial, maior a chance de se sair bem em uma eventual renegociação. E esse aspecto pode ser tão valioso como mecanismo de recuperação de valor quanto o valor da garantia em si. Isso parece evidente quando é discutido conceitualmente, mas pode não ser tão óbvio no momento da contratação e constituição da garantia.

Na visão da empresa, e, conseqüentemente, do acionista, é necessário muito critério e, talvez, um pouco mais de pessimismo na escolha dos caminhos que antecedem a contratação. Isso porque, embora não seja tão simples prever com antecedência, crises de liquidez acontecem.

Um aspecto adicional que deve ser considerado pelo acionista é a constituição de garantias cruzadas entre empresas do mesmo grupo societário. Como discutido mais acima, isso pode se dar pela simples concessão de avais ou fianças, que já torna outras empresas do grupo solidariamente responsabilizadas pela dívida da empresa tomadora do crédito. Certamente o compartilhamento de estruturas de capital mais equilibradas traz benefícios a todo o grupo, barateando o custo do recurso financeiro tomado. Mas, por outro lado, essa situação pode levar a um contágio importante da crise de liquidez, muitas vezes levando empresas equilibradas para um quadro mais amplo de recuperação judicial, por exemplo.

Todos esses aspectos devem ser considerados no momento da contratação do financiamento. Não apenas a escolha da modalidade de financiamento assume especial relevância (sem falar, evidentemente, nas condições financeiras), mas a escolha da garantia a ser dada ao financiador e, tão importante quanto isso, a modalidade da garantia a ser dada, é igualmente importante, e devem ser todos exaustiva e criteriosamente analisados e discutidos pelos tomadores de decisão. Preferencialmente, avaliando as chances de insucesso de maneira crítica e independente.



## Metodologias

A obtenção de recursos financeiros de terceiros ocorre por diversos objetivos e necessidades, como por exemplo, investimentos em expansão e renovação de equipamentos, capital de giro, antecipação de recursos para resolver desencaixes no fluxo de caixa.

Independentemente do tipo de agente financeiro e do instrumento financeiro é necessário “vender” o conceito, o risco de crédito e a liquidez e retorno desse financiamento de modo que a empresa possa adimplir com o serviço da dívida e com a amortização do financiamento. Lembrando que um certo grau de endividamento faz parte de uma estrutura de capital eficiente.

Nos cenários de financiamento em situações de crise, que pode ser macroeconômica, setorial, da companhia e como vimos esse ano, sanitária, ou uma combinação de fatores, as empresas em crise podem se apresentar em situações de adimplência, inadimplência ou em recuperação judicial. O financiamento em cenários de crise também pode significar o reperfilamento do endividamento atual, reequilibrando a geração de caixa da operação aos prazos de amortização, à concentração do endividamento, seu custo ou a capacidade de prover garantias.

A metodologia a seguir é aplicável a qualquer cenário para obtenção de financiamento em crise, independente da combinação agente financeiro X tipo de operação, com um roteiro compreensivo sobre a preparação do pedido de recursos, a apresentação e a negociação com o agente financeiro.

A negociação, especialmente em cenários onde as empresas se apresentam em crise de liquidez, é um processo que vai além da análise técnica dos fundamentos econômicos e financeiros, baseando-se no grau de credibilidade da empresa perante o mercado. A credibilidade vai além da consideração do histórico, porque assim como em qualquer investimento onde resultados passados não são garantia de resultados futuros, o mesmo vale para a captação de novos recursos.

A apresentação do cenário e da proposta de captação deve vir de uma modelagem equilibrada, com informações transparentes, que possa ser cumprida, mitigando o risco de novas renegociações e premissas sólidas e uma projeção de futuro factível e verificável.

A nossa metodologia é composta pelas seguintes etapas:

- Entendimento da situação atual;
- Construção de cenários;

- Elaboração de propostas; e
- Negociação.

### Entendimento da situação atual

Um plano de captação de novos recursos se inicia com o entendimento do cenário econômico e financeiro da Companhia. Como regra geral, vamos considerar um cenário histórico de 3 anos.

- Descrição do negócio (p.ex. histórico do negócio, mercado consumidor, produtos, competidores, desempenho setorial, unidades de negócio, descrição das operações – industrial, varejo ou serviços, *headcount*);
- Informações financeiras (DRE, fluxo de caixa, geração operacional – *EBITDA*, variação do capital de giro e investimentos, necessidade de capital de giro e ciclo financeiro);
- Composição e fluxo do endividamento e garantias – fiduciárias, hipotecas, fluxo de recebíveis, agendas de cartões e travas de domicílio;
- Razões para a crise; e
- Estrutura de governança e de gestão.

Nota: informações que são solicitadas pelo agente financeiro podem incluir demonstrações financeiras assinadas pelo contador da empresa ou auditadas, estrutura societária, composição dos ativos – da controladora, holding ou sócios – para concessão de aval ou nota promissória, CND, dívidas e parcelamentos tributários, entre outros.

### Construção e modelo de apresentação de cenários

A construção de cenários inclui na sua estrutura a modelagem financeira e a análise de viabilidade, ações de melhoria de performance ou *turnaround* e a materialização dos resultados demonstrada nas alavancas de resultado da árvore do *ROIC (Return on Invested Capital)* – retorno do capital investido.

A modelagem é a construção de cenários, apresentando uma tendência de resultados, com base em premissas bem definidas e com uma proposta bem clara sobre as características do financiamento solicitado.

Em cenários de crise, podemos esperar que os tipos de operação para os financiamentos são operações do tipo “*plain vanilla*”, como operações de capital de giro, com um nível significativo de garantias, reperfilamento e escalonamento de operações existentes e renovação de operações (financiamentos *revolving*, p.ex. liquidação e recontração de Adiantamentos de Contratos de Câmbio - ACC).

### *Operações de captação simplificada*

Existem algumas formas de financiamento para situações de crise que podem ser acessadas independentemente da elaboração de uma apresentação de cenários e que geralmente são mais facilmente acessíveis.

- **Desconto de recebíveis.** São operações usualmente encontradas nos FIDCs (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios), continuam dependendo de uma avaliação de risco de crédito, o que geralmente resulta em uma taxa de desconto elevada e limites de concentração em relação ao sacado – qualidade do crédito. Esses descontos geralmente possuem direito de regresso, ou seja, se o sacado não quitar o título ao FIDC, a responsabilidade é do cedente (tomador do crédito antecipado).
- **Antecipação de recebíveis.** São operações geralmente realizadas sobre uma agenda/carteira de recebíveis. Por exemplo, recebíveis de cartão de crédito, onde o risco é da instituição financeira emissora do cartão. É um produto facilmente encontrado nas próprias empresas adquirentes (p.ex. Cielo, Rede, PagSeguro, GetNet, entre outras).
- **Venda para entrega futura.** Quando há transações onde existe uma programação de produção, por exemplo, pode ser realizada uma emissão fiscal de venda para entrega futura, título que pode ser descontado, e para o qual deve ocorrer a venda efetiva, no prazo acordado entre as partes, em períodos por exemplo de 120 a 180 dias.
- Programas especiais do governo na pandemia, Pronampe e BNDES/FGI, os quais mencionamos em mais detalhes nos anexos ao final desse artigo.
- Por último, mas, de forma alguma, não menos importante, está a negociação de prazos com fornecedores e com clientes, onde as taxas embutidas tendem a ser muito mais vantajosas para a Companhia e o benefício estará dentro da própria cadeia produtiva.

Operações estruturadas, como emissão de debêntures, *DIP Finance (debts-in-possession)*, *IPO*, conversão de dívida em participação, venda de unidades de negócio, entre outras, são modalidades mais complexas e em situações específicas de crise que trataremos em outra oportunidade.

### **Modelagem**

Na apresentação da metodologia, vamos considerar um período mínimo de 5 anos e uma projeção adicional que deve acompanhar o período sobre o qual o financiamento se desenrolará, da captação até a sua amortização.

O resultado da modelagem demonstrará a viabilidade do negócio e a solidez dos cenários nos quais a operação pretendida fará parte da estrutura de capital da empresa.

As projeções financeiras mostrarão a tendência de performance da Companhia, para um horizonte de pelo menos 5 anos, onde a maioria dos prazos de operações financeiras serão discutidos – operações estruturadas e recuperação judicial demandarão prazos maiores.

### **Definição das premissas**

A definição das premissas é o primeiro passo para a construção de um modelo tecnicamente exequível e defensável perante as análises comerciais e de crédito das instituições financeiras.

As premissas devem ser definidas para as principais alavancas de resultado e de caixa da empresa.

Devem ser definidos os indicadores macroeconômicos ou setoriais que apresentam uma clara e forte correlação com o resultado da empresa.

Uma abordagem conservadora é em relação ao crescimento de volume ou de preço na receita da Companhia, pois a receita é uma variável externa de menor controle e maior imprevisibilidade. É possível demonstrar uma robustez e uma tendência, mas um plano totalmente apoiado no crescimento da receita, carece de força.

Nas demais alavancas internas de custos e despesas as premissas devem ser baseadas no entendimento, diagnóstico e planos de ação e captura das melhorias potenciais do resultado.

Em relação à inflação, geralmente perde-se comparabilidade ao se adotar um modelo inflacionado, entretanto há algumas variáveis que são recomendadas serem refletidas no modelo com a adequada correlação em relação à precificação e ao custo e despesas. Como exemplo, podemos citar aumentos anuais previstos em lei e o dissídio sobre a folha de pagamento.

Despesas recorrentes e conhecidas, como por exemplo o desembolso anual com processos trabalhistas e perdas de inventário, não podem ser esquecidos.

### **Projeções financeiras**

Com base na estrutura das demonstrações financeiras da empresa, o histórico de resultados e a aplicação de premissas, são elaboradas as projeções financeiras, compostas de:

- Demonstração de resultados (DRE).
- Fluxo de caixa indireto e a sua conciliação com o fluxo direto.

- Necessidade de capital de giro (clientes, estoques e fornecedores, com seus respectivos prazos médios).
- Geração operacional de caixa (*EBITDA*, variação no capital de giro e investimentos – *CAPEX*).
- Fluxo financeiro e composição do endividamento (atual e proposto), incluindo perspectivas de alavancagem e desalavancagem.
- Análise de sensibilidade das premissas.
- Indicadores de resultado sobre receita líquida: margem bruta, margem de contribuição, despesas comerciais, gerais e administrativas, resultado operacional, *EBITDA*, serviço da dívida, entre outros.
- Outros indicadores operacionais e financeiros: dívida líquida/*EBITDA*, *GMROI* (varejo), qualidade dos estoques e alavancas de resultado da árvore do *ROIC*.

### Elaboração de propostas

Transparência, equilíbrio e clareza. A elaboração de uma proposta para captação ou reperfilamento de recursos financeiros deve ser baseada nesses pilares.

A proposta deve ser clara e mostrar com simplicidade a situação atual, a necessidade da empresa e o resultado esperado e benefícios a serem capturados com a concessão do recurso ou o balanceamento do fluxo de endividamento.

As variáveis de uma proposta de financiamento incluem, tipicamente, valor, tipo da operação, prazo, custo, carência, forma de amortização (linear, escalonada, com ou sem parcela balão, entre outros) e garantias. A sensibilidade a cada um desses fatores deve ser conhecida pela empresa para poder realizar uma negociação onde se encontre o ponto de equilíbrio tanto para a fonte como para o tomador do recurso.

A proposta, no caso de um novo financiamento, passa pela apresentação da proposta, avaliação comercial e de crédito, negociação e com o acordo, formalização. Caso seja uma renegociação, geralmente é solicitado como primeiro passo uma suspensão das amortizações e pagamento de juros entre 60 e 90 dias para que seja apresentada a proposta de reestruturação com base no diagnóstico, plano de ação e projeções financeiras.

Esse pedido conhecido no mercado como *standstill* abre um canal de comunicação transparente e afasta a inadimplência das obrigações, o que sempre causa um ponto de partida tardio e com abalo à credibilidade e confiança da instituição financeira, levando-a a uma pior classificação de risco de crédito e a um desgaste inicial desnecessário. Gerenciar as expectativas sempre é melhor do que justificar as surpresas.

### Instâncias de negociação, características, riscos e oportunidades

Existem aspectos importantes que influenciam no processo de obtenção de financiamentos ou reperfilamento do endividamento em situações de crise. Especificamente, vamos destacar dois dos fatores mais importantes: (i) o tipo de garantias envolvidas e (ii) o ambiente negocial (negociações bilaterais, sindicalizadas, recuperação judicial, por exemplo).

As garantias que mais favorecem a obtenção de financiamentos, por conta do menor risco ao credor são as alienações fiduciárias, desde as mais líquidas, como a cessão fiduciária de recebíveis até imóveis em alienação. Esse tipo de garantia inclusive é chamada de extraconcursal por não estar sujeita à recuperação judicial.

O outro lado desse tipo de garantia é que a facilidade de execução pode dificultar a negociação através dos canais comerciais.

As garantias com menor influência pois são sujeitas aos efeitos de uma recuperação judicial são as hipotecas, aplicações financeiras e os avais.

Em relação ao ambiente negocial, sempre negociações bilaterais são mais flexíveis em relação ao formato da operação, negociações sindicalizadas trazem como benefício a capacidade de oferecer soluções mais robustas em conjunto, mas trazem a complexidade sobre as condições da operação e sobre a constituição das garantias.

Em recuperações judiciais, a obtenção de novos financiamentos, à exceção de descontos e antecipação de recebíveis, é, via de regra, mais atrativa ao credor após o pedido de RJ ou a aprovação do plano, pois “dinheiro novo” tem preferência no recebimento.

O reperfilamento em RJ depende da negociação com os credores e a aprovação das condições de pagamento do endividamento no plano de recuperação. Lembramos que as alienações fiduciárias são passíveis de , execução dentro do período de suspensão de exigibilidades da recuperação judicial.

Em reperfilamentos, a isonomia entre as instituições financeiras é uma preocupação dos credores.

Portanto, o conhecimento sobre a capacidade de negociação de garantias e a correta leitura sobre o ambiente negocial são essenciais para o sucesso da captação de recursos ou o reperfilamento do endividamento.



NOVOS FINANCIAMENTOS	
NEGOCIAÇÃO DIRETA - <i>WORKOUT</i>	RECUPERAÇÃO JUDICIAL
Comercial + Crédito	Comercial + Créditos Especiais
CARACTERÍSTICAS NEGOCIAIS	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Negociação considera histórico de crédito, rating da Companhia, ambiente setorial e qualidade das projeções financeiras.</li> <li>Exigência de cobertura média de garantias (p.ex. de 20% a 50% da operação).</li> <li>Pedido de garantias reais – hipotecas ou fiduciárias.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Somente após aprovação do plano de recuperação judicial: extraconcursal e recebimento preferencial.</li> <li>Exigência de alta cobertura de garantias reais – como regra geral, fiduciárias (fluxo de recebíveis, cessão de recebíveis, imóveis, por exemplo).</li> </ul>

REPERFILAMENTOS	
NEGOCIAÇÃO DIRETA - <i>WORKOUT</i>	RECUPERAÇÃO JUDICIAL
ADIMPLENTE	INADIMPLENTE ou em RJ
Comercial + Crédito	Recuperação de Crédito
CARACTERÍSTICAS NEGOCIAIS	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Negociação em ambiente comercial.</li> <li>Interesse na realização de novos negócios.</li> <li>Pedidos de reforço nas garantias das operações existentes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Negociação com foco na recuperação de crédito, sem novas operações.</li> <li>Pedido de alta cobertura de garantias reais – como regra geral, fiduciárias (fluxo de recebíveis, cessão de recebíveis, imóveis, por exemplo).</li> </ul>
RISCOS E OPORTUNIDADES	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Maior flexibilidade em ajustar a operação corrente em ambiente comercial.</li> <li>Risco de pressão para manter pagamentos sem oferecer reperfilamentos (principalmente com garantias fiduciárias).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reperfilamento apresenta a oportunidade de regularização dos valores em aberto e afastamento do risco de execução cruzada dos financiamentos.</li> <li>Risco da execução das garantias fiduciárias.</li> </ul>

## Conclusão

Os temas que abordamos nesse breve artigo são, no nosso entendimento, bastante atuais e, cada vez mais, presentes no dia a dia das empresas, principalmente pelo fato de que, na última década, o Brasil tem passado por sucessivas crises, em curtos espaços de tempo.

Nesse contexto, o volume de renegociações de dívida, sejam elas comerciais, extrajudiciais ou judiciais, aumentou de forma significativa, fazendo com que o tema de concessão de garantias ganhasse uma grande relevância para os acionistas e gestores das empresas.

Como mencionamos anteriormente, o lapso temporal entre a concessão da garantia e sua eventual execução é um fator primordial para entendermos as dificuldades que determinadas empresas enfrentam quando necessitam renegociar suas dívidas.

Considerando que as operações financeiras normalmente são de médio ou longo prazo e que as empresas, em geral, buscam crédito no momento que estão com suas operações saudáveis, os acionistas e gestores de empresas normalmente só consideram os cenários otimistas de futuro, evitando pensar sobre o que pode acontecer se algo der errado.

Além dessa aversão a emular o eventual fracasso, existe também a sensação de que o futuro não chegará. É como se os 5 ou 10 anos de prazo do financiamento não fossem nunca chegar a zero. A verdade é que o tempo é implacável e tem passado cada vez mais rápido.

Ainda falando sobre garantias, é importante que as empresas estejam atentas à concessão de garantias em excesso. Os agentes financiadores sempre irão procurar ter um pacote de garantias que satisfaça, idealmente, 100% do crédito concedido e, ainda, que tal garantia seja líquida e de fácil execução.

Em determinadas situações, as empresas acabam por aceitar situações de excesso de garantia amparadas, principalmente, a crença de que o futuro será glorioso e de que nada sairá dos planos. O que vemos, na realidade, é que, em muitos casos, nem todos os planos saem como o planejado e o excesso de garantias passa a ser um fardo muito pesado para a empresa suportar quando as operações começam a ir mal.

Torna-se fundamental para as empresas observar a necessidade de balancear, da melhor forma possível, a concessão de garantias com suas necessidades e estratégias de captação, procurando conceder garantias adequadas ao financiamento e visando a preservação futura de seus ativos.

Esse balanceamento é peça primordial no equilíbrio do sistema financeiro de uma empresa, principalmente se considerarmos a premissa de que a estrutura de capital ótima pressupõe a existência de recursos de terceiros.

Devemos ter em mente que o objetivo final dos agentes financeiros é receber de volta os recursos que foram emprestados, e não imóveis ou quaisquer outras garantias, enquanto o objetivo final das empresas é sempre o de conseguir honrar seus compromissos e, com isso, perpetuar seus negócios e sua existência.

No entanto, não são raras as situações onde o planejado ocorre de maneira controversa e é necessária uma reestruturação financeira para adequar os passivos à nova realidade enfrentada.

Nesse momento, é muito importante que as empresas busquem ajuda para a condução do processo, principalmente porque, nessas ocasiões, os agentes financeiros tendem a se comportar de forma individual, iniciando uma corrida para recuperação de seus valores que, se não for bem gerenciada, pode levar uma empresa a enfrentar sérias dificuldades.

Um processo de reestruturação financeira bem conduzido tende a apresentar bons resultados e, principalmente, pode ser a diferença entre a empresa manter seus ativos e ter condições de soerguimento no curto prazo, visando retornar aos patamares anteriores.

A abordagem que apresentamos nesse artigo é aquela que temos implantado, com sucesso, ao longo dos últimos anos em diversos clientes. Tal abordagem baseia-se em alguns pilares muito claros que envolvem: (i) um diagnóstico preciso e realista das razões para a empresa ter chegado a tal situação; (ii) a construção de cenários realistas e que dependem somente dos esforços internos da empresa; e (iii) a elaboração de propostas de reperfilamento de passivos que levem em consideração as garantias existentes e que respeitem a geração de caixa projetada para a empresa.

Os resultados que obtivemos ao utilizar essa abordagem foram extremamente positivos, tanto para os agentes financeiros envolvidos, que puderam receber seus valores em condições aceitáveis, como para as empresas, que puderam adequar seus passivos financeiros ao seu novo fluxo de caixa e conseguiram, dessa forma, preservar a continuidade de suas operações.

Temos convicção de que processos de reestruturação financeira conduzidos da forma correta, com o suporte adequado de especialistas, tanto financeiros, como legais, contribuem para uma solução adequada, permitindo que as empresas continuem cumprindo seu papel na sociedade, gerando empregos e, principalmente, riqueza para o país.

## Anexo A – Cenários de Negociação de Dívidas

Ao longo da sua existência as empresas passam por diferentes estágios que podem ser incentivados por situações sistêmicas ou concorrenciais e que geram novos cenários para garantir a sobrevivência da empresa. Os estágios podem ser identificados como:

- A. Operação normal;
- B. Distress;
- C. Workout / reestruturação direta;
- D. Extrajudicial;
- E. Judicial; e
- F. Cenário de crise sistêmica.

### A. Operação Normal

As empresas são iniciadas com perspectivas de normalidade na sua operação. A normalidade não infere uma operação sem endividamento. Esse auxílio para operar é fundamental, pois em muitos casos o capital próprio alocado no negócio não é suficiente para segurar o capital de giro de acordo com os prazos que o “negócio” opera (prazos de recebimento, pagamento e movimentação do estoque).

Nesse cenário, as empresas utilizam operações para rodar o ciclo de caixa da empresa, ou seja, cobrir os buracos que existem entre o pagamento e recebimento dos seus títulos.

O stress na operação é baixo, com endividamento dentro do seu limite saudável (até 3,0x EBITDA) para rodar a empresa no seu *pace* normal.

### B. Distress

Em muitos casos, um evento pode causar uma situação de *distress* para a empresa. Tal evento pode estar calcado em algum cliente que deixou de comprar, algum fornecedor que deixou de operar ou, por ser monopolista, incrementou o preço de alguma matéria prima, uma máquina de difícil reposição que faz parte do desenho de algum produto, entre outros. Poderíamos citar diversos exemplos de “pequenos problemas” que direcionam a empresa a tomar um empréstimo adicional.

O empréstimo adicional sem planejamento traz para a empresa uma situação adicional de stress pois o “problema” que gerou essa necessidade precisa ser

ultrapassado pela administração/operação da empresa. O empenho da equipe (criatividade e trabalho) precisa ser bem direcionado para que esse primeiro empréstimo não gere sucessivos financiamentos, criando um círculo vicioso.

A sequência de empréstimos, sem um “planejamento para sanar o problema”, pode levar a empresa a uma situação problemática, onde rapidamente a geração de caixa não será suficiente para sanar os empréstimos tomados. Nesse cenário, a empresa necessitará de uma renegociação do seu passivo que sempre começa com um *workout* com os seus credores

### C. Workout

Os bancos são agentes financeiros do sistema que emprestam dinheiro para pessoas físicas e pessoas jurídicas. Esses agentes ajudam as empresas a se erguerem em seus passos iniciais e ao longo de suas vidas, com operações que permitem que a empresa cresça e, em muitos casos, que ela se reerga, em situações de endividamento para reestruturar a sua operação.

A primeira conversa com os bancos busca sanar o endividamento com alongamento do prazo de pagamento, escalonamento da dívida (*ramp up*), redução da taxa de juros, agregação de garantias para maior segurança dos bancos e/ou liberação de garantias, em caso de possível venda das mesmas (venda de ativos). Essas conversas representam um pedido de ajuda ao banco, apresentando os problemas que a empresa está enfrentando e os pedidos para poder encaixar o pagamento das dívidas na geração de caixa que a empresa tem possibilidade de apresentar.

A variedade de bancos que existem no mercado faz esse *workout* ser mais ou menos complexo. As operações são sempre elaboradas para gerar um ganho para os bancos. As taxas e os prazos são estabelecidos com base em estudos do capital disponível versus as taxas pagas por esse capital versus regras de provisionamento do Banco Central para classificação desses empréstimos. Nesse ponto percebemos que a negociação, por mais fácil que possa ser, engloba diversos pontos que são observados pelos bancos. Além disso, temos ainda a situação de um possível sindicato, que engloba mais de um banco e,

usualmente, engloba bancos com diferentes tipos de atuação.

De qualquer forma, a negociação mais suave com os bancos acontece no *workout*. A empresa precisa ter uma vida futura bem desenhada (e exequível) e os interesses precisam ser alinhados com todos os bancos.

Esse é o caminho indicado para as empresas que não estão passando por graves situações de endividamento ou fortes ameaças aos seus negócios. Antecipar essa conversa com os bancos faz com que as empresas não precisem passar por uma Recuperação Extrajudicial ou Judicial, que é um bom mecanismo para segurar as empresas sem ameaça de falência, mas que custa mais para as empresas e ainda tem os seus problemas na visão dos credores.

#### **D. Extrajudicial**

O processo de Recuperação Extrajudicial é mais simples que a Recuperação Judicial, principalmente por ser mais flexível, com quóruns simplificados. Os credores com dificuldades financeiras podem focar em determinada classe de credores para aprovação do Plano.

Uma empresa pode possuir uma classe 2 (credores com garantia real) de grande porte, com necessidade de prorrogação das tranches a vencer para evitar a perda do ativo dado como garantia. Para evitar a inclusão de credores trabalhistas (classe 1) e credores quirografários (classes 3 e 4) a empresa pode buscar uma Recuperação Extrajudicial para direcionar o plano apenas para a classe 2.

A Recuperação Extrajudicial, infelizmente, ainda é pouco utilizada no Brasil. Baseando-se nos dados do Serasa Experian podemos verificar que de janeiro de 2019 até setembro de 2019 foram registrados 1.030 pedidos de Recuperação Judicial no Brasil. No mesmo período, apenas 18 recuperações extrajudiciais foram requeridas.

A Recuperação Extrajudicial é mais flexível (foco em apenas uma classe de credores) e mais ágil, pois será levada ao Judiciário apenas para homologação, com trâmite, portanto, bem mais simplificado.

Para as empresas, a Recuperação Extrajudicial gera “menos trabalho”, evitando a negociação com diversas classes, além de pesados gastos com Administradores Judiciais e advogados para lidar com os percalços de uma Recuperação Judicial que será explicada no próximo tópico.

#### **E. Judicial**

A Recuperação Judicial é uma forma de segurar os credores por 180 dias para buscar a aprovação de um plano que é votado numa Assembleia de Credores. Esse mecanismo é importante, pois muitas empresas podem tapar um dos olhos em relação aos problemas da empresa e não se sentar com os credores para buscar uma renegociação mais pacífica com os seus credores.

A Recuperação Judicial é o passo final para a empresa antes de uma possível falência, o respiro que o devedor precisa para colocar a sua vida em ordem no prazo de 180 dias para buscar a aprovação de um plano junto aos seus credores.

Os credores são divididos em 4 classes:

Classe 1 – Trabalhista

Classe 2 – Credores com garantia real

Classe 3 – Credores Quirografários (sem garantia real)

Classe 4 – Clientes MP/EPP (sem garantia real)

O ponto importante é a questão dos credores Extra Concursais, como por exemplos credores com operações de Alienação Fiduciária, ou ACC (Adiantamento de Contratos de Câmbio), que não se enquadram dentro do Plano de Recuperação Judicial.

Um tópico em discussão que é importante diz respeito aos credores Tributários. Como exemplo, podemos citar a venda de ativos de uma loja de varejo, por exemplo. Pela legislação atual caso essa venda apresente lucro, o mesmo será tributado. Se esse valor for relevante, ele pode causar um sério problema para a empresa já que o pagamento, normalmente, será a vista.

#### **F. Cenário de Crise Sistêmica**

O ponto mais complicado para uma empresa na sua operação é o cenário com Crise Sistêmica. A crise sistêmica apresenta o colapso de um sistema financeiro ou mercado e afeta as empresas ou mercados que estão operando.

A crise atual relacionada ao Covid-19 teve efeito positivo e negativo sobre as empresas no mercado. Como exemplo positivo, podemos destacar as empresas de varejo do setor supermercadista e seus fornecedores, que apresentaram alto crescimento durante a pandemia. Da mesma forma, poderíamos analisar as empresas de videogame e streaming de filme, como o Netflix e a



Amazon Prime. Pela necessidade de ficar em casa, a demanda apresentou forte incremento.

Analisando os pontos negativos, temos as lojas localizadas em shopping centers, que sobreviveram devido a utilização do e-commerce, com forte redução do seu faturamento. Restaurantes e lojas de rua também sofreram muito, devido a proibição de abertura sancionada pelos governos estaduais e/ou municipais.

A crise sistêmica causada pela Covid-19 causou o fechamento de muitos negócios no Brasil, com impacto nos bancos para provisão de crédito que levou a redução de lucro ou prejuízo no segundo trimestre. A perspectiva de crescimento do PIB que começou o ano com previsão de alta de 2,50%, agora aponta para uma queda ao redor de 6,00% sem uma definição clara para o indicador. Esse ponto pode ser impactado de forma positiva no anúncio de uma vacina, mas ainda é uma incógnita para todos e pode causar mais fechamentos em caso de uma segunda onda no Brasil.

A crise sistêmica pode afetar todos os players no mercado com necessidade de auxílio governamental (auxílio emergencial), auxílio das instituições financeiras, que precisam entender que em muitos casos quase 100% do faturamento das lojas deixou de existir (exemplo: franquia de fast food em shopping centers) e as mesmas ainda tem funcionários, aluguel e outras despesas obrigatórias que não podem deixar de ser pagas.

O entendimento dos credores na crise sistêmica precisa existir, pois é fato que todos estão sendo afetados nessa situação.

## Anexo B – Players, Fontes Operações Financeiras

As fontes de financiamento das empresas se tornam um assunto mais crítico do que o comum em cenários de crise. Isto ocorre porque a tendência dos agentes financiadores externos é de restringir a oferta de novas linhas de crédito, sempre que o cenário econômico apresenta uma deterioração.

Por este motivo é importante que as empresas busquem, sempre que possível, a maior diversificação na sua estrutura de capital, sem perder de vista o menor custo de capital possível.

A estrutura de capital de uma empresa é dividida entre capital próprio e capital de terceiros, e neste capítulo serão descritas as principais fontes de capital para empresas.

### A. Acionistas

O financiamento através dos acionistas pode ser realizado basicamente de duas formas, a primeira é através da subscrição de ações, seja a emissão através de um *IPO*<sup>1</sup>, nome dado ao processo que ocorre quando se decide abrir capital de uma empresa e distribuir suas ações na Bolsa de Valores pela primeira vez, ou através de um *Follow On Primário* que representa a emissão de novas ações pela empresa para que sejam vendidas ao mercado. A segunda forma de capitalização pelos acionistas é através da incorporação de reservas, que é basicamente a incorporação de parte dos resultados positivos da empresa ao capital social da mesma, resultando na distribuição de novas ações aos atuais acionistas.

### B. Clientes e Fornecedores (Capital de Giro)

Uma das fontes mais importantes de financiamento, e talvez a menos lembrada, é o financiamento através da redução de necessidade de capital de giro, que envolve a negociação com dois dos principais *stakeholders* das empresas: seus clientes e fornecedores. Através da negociação do aumento dos prazos de pagamento, diminuição dos prazos de recebimento e uma melhor gestão do estoque as empresas conseguem reduzir a necessidade de recursos financeiros.

Existem outras formas de financiamento do contas a pagar e de antecipação do contas a receber que não sejam diretas com clientes e fornecedores, entretanto estas operações como comprar, vender, desconto de duplicatas e antecipação de recebíveis de cartão de crédito são operações que dependem de intermédio de instituições financeiras.

### C. Bancos Comerciais

São instituições financeiras que atuam na concessão de empréstimos a curto, médio e longo prazo, tanto para pessoas físicas como pessoas jurídicas. Estas instituições efetuam sua captação de recursos junto ao público através de depósito à vista de livre movimentação, CDBs (Certificados de Depósitos Bancários) e RDBs (Recibos de Depósitos Bancários) ou efetuam através de captações de financiamentos junto a instituições oficiais no país ou no exterior, efetuando o papel de intermediário financeiro que transferem recursos dos agentes superavitários para os deficitários.

### D. Banco de Investimento

São instituições financeiras caracterizadas pela prática de operações de investimento, participação ou financiamento de médio e longo prazo, para fornecimento de capital fixo ou de movimento de empresas do setor privado, mediante a aplicação de recursos próprios e coleta, intermediação e aplicação de recursos de terceiros. Além disso, o CMN estabelece que, para os bancos de investimento, é facultativo algumas operações como:

- praticar operações de compra e venda, por conta própria ou de terceiros, de metais preciosos, no mercado físico, e de quaisquer títulos e valores mobiliários, nos mercados financeiros e de capitais;
- operar em bolsas de mercadorias e de futuros, bem como em mercados de balcão organizados, por conta própria e/ou de terceiros;
- operar em todas as modalidades de concessão de crédito para financiamento de capital fixo e de giro;

<sup>1</sup> IPO = Initial Public Offering, em português Oferta Pública Inicial

- participar do processo de emissão, subscrição para revenda e distribuição de títulos e valores mobiliários;
- operar em câmbio, mediante autorização específica do Banco Central do Brasil;
- coordenar processos de reorganização e reestruturação de sociedades e conglomerados, financeiros ou não, mediante prestação de serviços de consultoria, participação societária e/ou concessão de financiamentos ou empréstimos.

### E. Bancos Múltiplos

São instituições financeiras que assim como os bancos comerciais atuam na concessão de crédito e captação de recursos, entretanto concentram em uma única empresa atividades operacionais distintas que são chamadas de carteiras, devendo de acordo com a regulamentação do CMN (Conselho Monetário Nacional) ter pelo menos duas das carteiras abaixo:

- comercial;
- investimento e/ou de desenvolvimento, a última exclusiva para bancos públicos;
- crédito imobiliário;
- crédito, financiamento e investimento;
- arrendamento mercantil.

### F. Bancos de Desenvolvimento

Os Bancos de Desenvolvimento são instituições financeiras públicas não federais, constituídas sob a forma de sociedade anônima, com sede na Capital do Estado da Federação que detiver seu controle acionário. Os bancos de desenvolvimento possuem como objetivo proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazos, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos Estados da Federação onde tenham sede, cabendo-lhes apoiar prioritariamente o setor privado.

### G. BNDES

O BNDES é um órgão vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior e tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo e custos competitivos, para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e

equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribui, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais

Com a pandemia do COVID-19 o BNDES passou a oferecer novas linhas de crédito especiais como forma de apoio ao enfrentamento dos efeitos econômicos da pandemia do coronavírus, entre elas:

- Mais capital de giro – MPMEs = R\$ 10 bi para MPMEs na expansão da linha Crédito Pequenas Empresas;
- Programa Emergencial de Acesso ao Crédito para PMEs;
- BNDES Audiovisual (FSA) = Financiamento à folha de pagamento (salários), gastos com fornecedores e gastos para a manutenção da atividade fim das empresas pertencentes à cadeia produtiva do setor audiovisual;
- Programa BNDES Crédito Cadeias Produtivas = Financiamento a capital de giro, direcionado a empresas de grande porte (empresas âncora), para atender a necessidade de liquidez de sua cadeia produtiva, formada por empresas de menor porte (empresas ancoradas);
- Crédito Maquininhas = Modalidade de crédito garantido por vendas com máquinas de pagamento digital para microempreendedores individuais (MEIs) e micro e pequenas empresas;
- Programa Emergencial de Suporte a Empregos = Crédito emergencial para empresas com faturamento superior a R\$ 360 mil e igual ou inferior a R\$ 50 milhões, calculado com base no exercício de 2019, exclusivamente para pagamento da folha de salários de funcionários e quitação de verbas trabalhistas;
- Programa BNDES de Apoio ao Setor Sucroalcooleiro – BNDES PASS;
- Programa BNDES Crédito Direto Emergencial;
- Programa BNDES de Apoio Emergencial ao Combate da Pandemia do Coronavírus.

### H. Hedge Funds

Os hedge funds, também conhecidos no Brasil como fundos multimercado, embora nem todos os fundos multimercado sejam hedge funds, são fundos em que a estratégia principal é a proteção dos ativos contra perdas financeiras, enquanto procuram por elevados retornos. As estratégias adotadas por este tipo de fundo são

diferenciadas em relação aos fundos tradicionais, o que caracteriza este investimento como sendo de alto risco uma vez que os investimentos de um fundo de hedge podem ir desde operações de day trade com ações, aplicação em títulos privados, opções, swaps, arbitragem de commodities e até mesmo aquisição de imóveis e obras de arte. Os Hedge Funds também podem utilizar ferramentas como alavancagens, vendas a descoberto, aluguel de ativos e demais operações estruturadas

#### **I. Fundos de Private Equity**

Os fundos de Private Equity são essencialmente fundos de ações, mas com uma importante diferença, eles investem majoritariamente em ações de empresas de capital fechado, que não são listadas em bolsa de valores. Os fundos de private equity costumam ser em sua maioria fundos fechados e de baixa liquidez, uma vez que seus investimentos em empresas visam o crescimento e geração de valor a médio e longo prazo.

#### **J. Fundos de Distressed Assets**

Os fundos de distressed assets, ou ativos altíssimo risco, pejorativamente chamados de ativos podres, são fundos que investem em empresas e ativos de empresas que se encontram em situação de inadimplência nos seus diversos estados (insolvência, recuperação extrajudicial, recuperação judicial, falência etc.). São fundos de altíssimo risco e, portanto, se propõem a trazer altos retornos à seus investidores. É muito comum que estes tipos de fundo comprem carteiras de créditos inadimplentes de bancos, financeiras e outras instituições financeiras por valores irrisórios, podendo chegar a menos de 1% do valor de face do ativo, para então tentar recuperar o máximo possível destes créditos e ter o retorno esperado.

#### **K. Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)**

Os fundos de investimentos em direitos creditórios nada mais são do que fundos que realizam a antecipação de recebíveis de empresas, devendo ter em suas carteiras um volume mínimo de 50% investido em recebíveis antecipados. Estes fundos possuem recebíveis de uma ou mais empresas de diversos tipos de segmentos, reduzindo assim através da diversificação o risco de crédito do mesmo.

Além de todas as instituições financeiras tradicionais nos últimos anos tem crescido o número das chamadas *fintechs* com a promessa de prestação de serviços diferenciados a custos mais reduzidos, com a utilização

exclusiva de plataforma eletrônica e o uso intensivo e inovador de tecnologia. Segundo o Banco Central, desde que entraram em vigor as normas que tratam da regulamentação de fintechs de crédito no Brasil, já foram autorizados o funcionamento de 30 delas. Sendo 24 Sociedades de Crédito Direto (SCD) e 6 Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Apesar de estarem em estado inicial quando comparadas com as tradicionais instituições financeiras, estas podem ser formas alternativas de financiamento à empresas em um cenário de consolidação das instituições tradicionais.

## Tipos de Operações

### A. Lei 4131

Esta linha permite que as empresas brasileiras tomem crédito de capital de giro com lastro em moeda estrangeira. Esta é uma linha muito divulgada entre os bancos e de conhecimento das empresas. A linha é muito flexível para fechar as condições de pagamentos, prazos etc. A operação é muito boa desde que se enquadre nos limites que não incidem o IOF, que é o prazo médio inferior à 180 dias, se ultrapassar o limite, a linha pode ficar muito onerosa por adicionar 6% de custo na operação.

Existem 3 modalidades de empréstimo, sendo diretamente em moeda estrangeira, onde o tomador fica com a exposição cambial durante o período do contrato e as outras duas modalidades, que consideram a tomada de recursos em moeda estrangeira com swap por fora e swap por dentro. As operações com swap protegem o tomador das variações cambiais durante o período de contrato e tem custo maior ao tomador em função da proteção cambial.

### B. CCB – Cédula de Crédito Bancário

É um título de crédito, tipificado pela lei 10931/04, art. 26, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.

A instituição credora deve integrar o Sistema Financeiro Nacional, sendo admitida a emissão da CCB em favor de instituição domiciliada no exterior, desde que a obrigação esteja sujeita exclusivamente à lei e ao foro brasileiros. A CCB em favor de instituição domiciliada no exterior poderá ser emitida em moeda estrangeira.

A CCB poderá ser emitida, com ou sem garantia, real ou fidejussória, na cédula constituída. A garantia constituída será especificada no título.

### C. Desconto de Recebíveis

Nesta operação, a empresa tem o direito de recebimentos no futuro sobre vendas com clientes e antecipa o capital junto ao banco com a finalidade de ter o recurso imediato disponível para uso. Esta operação é comum no mercado, podendo ser realizada com duplicatas, cheques e/ou cartão de crédito. Nesta modalidade existe o comprometimento da empresa de direcionar os pagamentos para a instituição até a liquidação da operação e os pagamentos dos juros pelo serviço.

### D. Debêntures

Aplicável somente para as sociedades anônimas, é um contrato de empréstimo ou mútuo. São utilizados para as empresas financiarem as suas operações ou algum projeto específico. É um título criado e divulgado ao mercado com o objetivo de vendê-los com a obrigação de pagamento de juros, podendo também oferecer parte dos lucros do negócio e/ou fixar alguma correção monetária no período do contrato.

Esta operação é muito utilizada, pois em muitas ocasiões ela tem um pagamento menor de juros quando comparado com os empréstimos de instituições financeiras e para o comprador pode ser mais rentável que aplicar os recursos nos bancos.

### E. Compror

Operações de crédito destinadas ao financiamento das compras, podendo ser produtos ou serviços realizadas por pessoas jurídicas. Caracterizam-se pelos pagamentos à vista das compras pela instituição financeira diretamente aos fornecedores.

### F. Vendor

Financiamento de vendas baseado no princípio da cessão de crédito, permitindo à empresa tomadora do crédito (fornecedor/vendedor) vender seus produtos a prazo e receber o pagamento à vista da instituição financeira. A empresa compradora assume o compromisso de efetuar o pagamento a prazo, destinado a liquidar a operação junto à instituição financeira. Em geral, a instituição financeira ficará com os direitos creditórios da empresa vendedora, à qual caberá o risco da operação.

É necessário que a empresa conveniada seja cliente da instituição financeira, enquanto os compradores não precisam. Esta linha de crédito é muito utilizada por indústrias, distribuidoras e atacadistas.

### G. Leasing

É o nome mais comum que o mercado utiliza quando se trata de arrendamento mercantil, nesta operação tem duas partes, o arrendador, que normalmente é a instituição financeira e o arrendatário que é o cliente.

A instituição compra o bem à vista e posteriormente arrenda para o cliente, com algumas opções no final do contrato, podendo renovar a operação, comprá-lo por um valor residual ou simplesmente devolver o bem.

Existem duas formas de contratação de leasing: o operacional onde sua vigência não considera a vida útil do bem visto que, ao final do contrato, ele será



substituído por outro mais moderno, e o financeiro onde o contrato vale durante toda a vida útil do bem, sendo que o arrendatário, que fica responsável pelo pagamento das despesas relacionadas a ele, pode ou não o adquirir ao final do prazo.

Este tipo de linha é muito utilizado por pessoas jurídicas que precisam de bens com alto valor agregado, como aeronaves, inovações na estrutura, entre outros. Já para as pessoas físicas é muito comum a utilização nas operações com veículos.

#### **H. Private Equity**

Este tipo de operação é realizado por fundos especializados com o objetivo de adquirir uma parte da sociedade no negócio com o propósito muito claro de crescimento e geração de valor. Além da participação na sociedade, eles passam a fazer parte da gestão da empresa, participando das definições estratégicas, táticas e operacionais.

Com este investimento, a empresa investida tem maiores chances de crescimento e expansão das operações, pois recebe capital novo, expertise e a notoriedade do mercado.

O relacionamento entre os investidores e empresários deve ser no mínimo de médio prazo, sempre com o objetivo de sair da sociedade quando ela alcançar a sua expansão, normalmente através de uma abertura de capital. Para esta operação ser bem sucedida é muito importante os objetivos e valores de ambas partes estarem alinhados.

#### **I. DIP Finance – Debtor-in-Possession**

Esta operação é utilizada por empresas em situação de recuperação judicial. É um crédito que ajuda as empresas a darem continuidade nas suas operações durante o período de proteção judicial, muitas vezes permitindo a que a empresa evita a obstrução total da operação. O credor que fornece o recurso pode exigir algumas condições, como por exemplo ter membros na gestão e conselho do negócio.

A entrada deste recurso numa empresa com severos problemas de caixa e liquidez, pode mudar a realidade do negócio, pois mostra ao mercado (fornecedores, bancos e clientes) a chance de continuidade e preservação da atividade operacional, pois é uma aposta de alguém que analisou as finanças e fez o aporte após os estudos.

Os credores do DIP têm prioridade sobre os ativos em caso de liquidação da empresa, e para o aporte dos recursos é necessário que os demais credores e juiz concordem com os termos.

#### **J. Sale-Leaseback**

Esta operação é realizada por empresas que possuem imóvel próprio, realizam a venda e imediatamente alugam o mesmo imóvel, com o objetivo de ter o recurso da venda disponível para utilização no capital de giro e/ou novos investimentos.

Esta operação é de baixo risco para quem compra o imóvel, pois o seu retorno está no aluguel e não do resultado da operação da empresa e, se eventualmente a empresa não conseguir pagar o aluguel, o investidor tem a propriedade do imóvel.

#### **K. Alienação de Bens**

A alienação de bens pode acontecer de diferentes formas, como: venda, doação, dação em pagamento, permuta, penhora, entre outros.

Estas operações são comumente utilizadas para garantir um financiamento. Neste caso, podemos exemplificar a alienação fiduciária na compra de um imóvel financiado. O próprio imóvel pode ser utilizado como garantia ainda que o uso seja feito pelo adquirente. O imóvel fica em garantia até a liquidação total do financiamento, após isso é transferido ao cliente. No caso de não quitação, o imóvel retorna ao banco e se realiza outro procedimento de alienação, como o leilão do imóvel, para recuperar as perdas ocorridas na operação.

#### **L. FIDC**

FIDC é uma abreviação para Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Esse é, afinal, mais um modelo de fundo de investimento cuja principal regra é de que 50% dos valores estejam investidos em direitos creditórios.

Esta operação é muito utilizada por pequenas e médias empresas e vem crescendo anualmente no Brasil, na prática é uma antecipação de recebíveis que podem ser cheques, duplicatas, contratos entre outros com aplicação de um deságio.

#### **M. IPO / Bônus de Subscrição / Follow on**

IPO (Initial Public Offering) é quando a empresa emite ações para o público pela primeira vez. Este é um processo de transição da empresa de capital fechado para capital aberto, onde as suas ações serão negociadas na bolsa de valores. O IPO pode ser de oferta primária, quando entra dinheiro novo na empresa e os atuais sócios são diluídos na participação ou pode ser uma oferta secundária, quando o dinheiro não vai para a empresa e sim para comprar a participação ou diluição dos atuais sócios. O IPO pode, ainda, ser composto pelas duas opções acima.

Este movimento pode acontecer por alguns motivos, como levantar recursos para financiar a operação ou algum projeto específico da empresa ou simplesmente

os atuais sócios querem vender parte da empresa e diversificar os investimentos.

O bônus de subscrição é o mecanismo utilizado pela sociedade para aumentar o número de ações e dá o direito de preferência aos atuais sócios de compra, o objetivo é o aumento do capital social e entrada de recursos para a operação.

Quando se fala em follow on é quando as ações da empresa já são negociadas em bolsa e as novas ofertas são denominadas subseqüentes.

#### **N. Pronampe**

O Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) é um programa do governo federal destinado ao desenvolvimento das microempresas e empresas de pequeno porte, instituído pela Lei nº 13.999, de 18 de maio de 2020. O objetivo deste programa é apoiar as empresas especialmente no período de crise, para assegurar o emprego e as atividades.

Esta linha se destina a empresas com faturamento anual de até R\$ 4,8 milhões ao ano com prazo máximo de pagamento de 36 meses, com 8 meses de carência.

#### **O. BNDES FGI**

O BNDES FGI tem o objetivo de facilitar a obtenção de crédito por micro, pequenas e médias empresas, além de empreendedores individuais, e caminhoneiros autônomos, incentivando-os, assim, a crescerem e se modernizarem.

Frequentemente empresas e empreendedores de menor porte encontram dificuldades em atender as garantias exigidas pelas instituições financeiras. Tais dificuldades muitas vezes inviabilizam a contratação do financiamento desejado, ou levam à aprovação de um financiamento em condições menos favoráveis do que as ideais, considerando variáveis como os prazos de carência e amortização, taxa de juros e valor de entrada.

Ao complementar as garantias oferecidas pelas empresas, o BNDES FGI aumenta as chances de aprovação dos pedidos de crédito, sendo, portanto, uma alternativa real de suporte de manutenção da operação ou de crescimento dessas empresas. Além disso, a garantia do BNDES FGI, por ser bem avaliada pelas instituições financeiras, também permite que estas aprovem o financiamento em melhores condições, por exemplo: com prazos mais longos, menores exigências de entrada e até mesmo com menores taxas de juros.

## A GALEAZZI & ASSOCIADOS

Desde 1995 ajudando na evolução das organizações por meio da entrega de resultados alinhando estratégia, pessoas e ações. Para isso, investimos em profissionais altamente capacitados na aplicação de metodologias e ferramentas que permitem a geração de valor de forma rápida e pragmática. Acreditamos que empresas bem geridas e duradouras podem fazer uma nação melhor.

### COLABORAÇÃO DE:

**Rodrigo Casari** é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de agronegócio, energia renovável, infraestrutura e varejo.

**Fábio Pereira** é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de varejo, bancário, saúde, metalurgia, educação, locação de veículos, laminados, infraestrutura, sucroalcooleiro, mídia e têxtil.

**Daniel Migrone** é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, atuou como executivo financeiro em empresas de grande porte, com experiência em projetos nos setores de bens de capital, farmacêutico, telecomunicações, bens de consumo e varejo.

**Bartosz Korczynski** é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de varejo, sucroalcooleiro, alimentício, bancário, segurança e infraestrutura.

**Flavio Rodrigues** é Diretor de Projetos na Galeazzi & Associados, atuou como executivo jurídico em consultorias e empresas de grande porte, membro do TMA (*Turnaround Management Association*), com experiência em projetos de reestruturação de dívidas e recuperação judicial em diversos setores.

**Bruno de Queiroz** é Diretor Executivo da Galeazzi & Associados, atuou como executivo de empresas do setor financeiro e de *real estate*, membro do TMA (*Turnaround Management Association*), especializado em reestruturação de dívidas e liderando projetos nos mais diversos setores.

