

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

VINÍCIUS SANTOS LORUSSO

**ANÁLISE DAS DIFERENÇAS NOS COVENANTS PRESENTES EM
DEBÊNTURES E EM CONTRATOS DE EMPRÉSTIMOS E
FINANCIAMENTOS NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO**

FLORIANÓPOLIS - SC

2020

VINÍCIUS SANTOS LORUSSO

**ANÁLISE DAS DIFERENÇAS NOS COVENANTS PRESENTES EM
DEBÊNTURES E EM CONTRATOS DE EMPRÉSTIMOS E
FINANCIAMENTOS NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Alex Mussoi Ribeiro

FLORIANÓPOLIS - SC

2020

VINÍCIUS SANTOS LORUSSO

**ANÁLISE DAS DIFERENÇAS NOS COVENANTS PRESENTES EM
DEBÊNTURES E EM CONTRATOS DE EMPRÉSTIMOS E
FINANCIAMENTOS NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO**

Esta monografia foi apresentada como Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota média de _____, atribuída pela Banca Examinadora presidida pelo Professor Orientador e composta pelos outros Membros abaixo indicados.

20 de novembro de 2020.

Profª Drª Viviane Theiss
Coordenadora de TCC

Componentes da Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alex Mussoi Ribeiro
Orientador, da UFSC

Profª Drª. Suliani Rover
Membro, da UFSC

Profª. Ma. Glenda de Almeida Soprane
Membro, da UFSC

FLORIANÓPOLIS -SC, 2020

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a **Deus**, pelo dom da vida e por todas as bênçãos a mim proporcionadas nesse período, por me conduzir até a linha de chegada depois de tantas incertezas no início dessa jornada universitária.

Aos meus pais, **Cláudio** e **Cláudia**, pelo amor e carinho incondicional, por sempre me dar todo o aporte educacional e por me apoiarem nessa vida acadêmica. A distância nesse período não foi fácil, mas nos ajudou a enxergar o quanto nos amamos. Obrigado por terem sido fonte de inspiração, suporte e sabedoria.

A minha irmã **Jéssica**, que me apoiou na minha mudança e se mostrou uma verdadeira companheira, disposta a dialogar e a questionar.

Ao **Prof. Dr. Alex Mussoi Ribeiro**, por ter aceitado me orientar e contribuir com toda a paciência na realização desse trabalho, além dos ensinamentos repassados como professor. Quando busquei um orientador, estava convicto que não poderia ser outra pessoa.

Aos meus amigos de universidade **Leonardo**, **André** e **Édipo**, com os quais convivi frequentemente durante a graduação e desenvolvi uma amizade verdadeira, com um apoio mútuo ao longo desses anos.

Aos meus amigos que ficaram lá em São José dos Campos, **Rodrigo**, **Maiara**, **Vladimir** e **Raquel**. Pessoas pelas quais nutro um respeito e admiração sem tamanho, e que mesmo com a distância me apoiaram com dicas valiosas de vida e me motivaram com nossos encontros nas férias e nos feriados. Levarei todos nossos momentos vividos em meu coração, aonde quer que eu esteja.

A todo o **corpo administrativo e docente do curso de Ciências Contábeis da UFSC**, referência no Brasil. Pessoas valiosas, que exercem a sua profissão com amor e me ajudaram no amadurecimento profissional e pessoal com as experiências compartilhadas.

Agradeço também a todos os meus colegas de trabalho que conviverem diariamente comigo na **Portobello** e no **Hemosc**, e que de certa forma foram fundamentais na superação desse desafio e me ajudaram a crescer como pessoa, acima de tudo.

Obrigado!

RESUMO

LORUSSO, Vinicius Santos. **Análise das diferenças nos *covenants* presentes em debêntures e em contratos de empréstimos e financiamentos nas empresas do novo mercado.** Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2020.

Este trabalho tem por objetivo investigar as diferenças nos *covenants* presentes em contratos de debêntures e de empréstimos e financiamentos das empresas listadas no segmento do Novo Mercado de Governança Corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), mantendo na estrutura de elaboração uma abordagem qualitativa relacionada aos *covenants*. A estruturação da pesquisa deu-se pelo estudo bibliográfico, juntamente com a coleta de dados nos Formulários de Referência e/ou Notas Explicativas referentes ao ano de 2019 das 144 empresas listadas no segmento do Novo Mercado em 2020. Foi analisado na pesquisa os *covenants* presentes em debêntures e em empréstimos e financiamentos dentre essas empresas, com o intuito de identificar as diferenças das cláusulas entre os dois tipos de contratos e quais *covenants* são mais explorados pelos credores. Posto isso, a monografia apresenta resultados que demonstram que os credores ao estabelecerem cláusulas restritivas nesses dois tipos de contratos, buscam com maior frequência limitar o endividamento das empresas. Ainda que sejam duas modalidades diferentes de captação financeira, constatou-se que não existem diferenças significativas nos *covenants* presentes em contratos de debêntures e de empréstimos e financiamentos. Considera-se que a pesquisa contribui para os estudos acerca dos *covenants* ao demonstrar a relevância das restrições impostas pelos credores nos contratos de dívidas das empresas.

Palavras-chave: *Covenants*. Debêntures. Empréstimos e Financiamentos.

LISTA DE APÊNDICES

APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Comparação entre os limites do índice Dívida Líquida/EBITDA entre as empresas que relataram o <i>covenant</i> | 28 |
| Gráfico 2 – Comparação entre os <i>covenants</i> mais explorados e a frequência nos contratos | 32 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|----|
| Quadro 1 - Características presentes em debêntures | 19 |
| Quadro 2 - Empresas eliminadas da amostra | 24 |
| Quadro 3 - Empresas do Novo Mercado (2020) utilizadas na amostra | 41 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Empresas que divulgaram <i>Covenants</i> | 23 |
| Tabela 2 - <i>Covenants</i> expostos em contratos de debêntures | 27 |
| Tabela 3 - <i>Covenants</i> expostos em contratos de empréstimos e financiamentos | 30 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 11 |
| 1.1 TEMA E PROBLEMA | 12 |
| 1.2 OBJETIVOS | 14 |
| 1.3 Justificativa | 14 |
| 1.4 Delimitação da Pesquisa | 16 |
| 1.5 Organização do trabalho | 16 |
| 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA | 17 |
| 2.1 DEBÊNTURES – Definição e Importância | 17 |
| 2.1.1 Características | 18 |
| 2.2 COVENANTS – Definição e Importância | 21 |
| 3 METODOLOGIA | 22 |
| 3.1 Coleta de Dados | 23 |
| 3.2 Organização dos Dados | 23 |
| 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS | 26 |
| 4.1 COVENANTS EXPOSTOS EM DEBÊNTURES | 26 |
| 4.2 COVENANTS EXPOSTOS EM CONTRATOS DE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS | 30 |
| 4.3 COMPARAÇÕES ENTRE OS COVENANTS | 32 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 34 |
| 5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS..... | 35 |
| REFERÊNCIAS | 36 |
| APÊNDICES | 40 |
| APÊNDICE A - EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA | 41 |

1 INTRODUÇÃO

Um grande mercado em expansão utilizado principalmente como fonte de financiamento para empresas e bancos são as debêntures. Segundo a definição do Sistema Nacional de Debêntures (2020), o termo debêntures refere-se aos valores mobiliários representativos de dívida de médios e longos prazos que asseguram seus detentores (debenturistas) direito de créditos contra a companhia emissora. Segundo Neis (2016, p. 6) “as operações de crédito estão sujeitas a uma avaliação dos riscos presentes nos interesses do credor e do devedor, visto que, o objetivo do credor é garantir o recebimento dos recursos emprestados e do devedor, obter o capital necessário para seus investimentos”.

Nas debêntures, o devedor tem como atrativo uma taxa rendimento acima da média na renda fixa, que oferece ganhos superiores por conter um ingrediente extra de risco. Além do retorno normalmente em patamar elevado, a diversidade de títulos, vencimentos e tipos de remunerações e garantias, oferece um leque bastante amplo para o investidor que almeja diversificar seu portfólio. No entanto, ainda existe o risco de crédito como a maior desvantagem de uma debênture, já que o investidor precisa investigar com cautela todas as informações sobre o título e o balanço da empresa emissora. Uma companhia em situação difícil, por exemplo, pode oferecer excelentes retornos, mas a um risco mais alto.

Junto com os empréstimos e financiamentos estão acompanhados o risco do retorno que o credor se submete ao contemplar seus recursos ao devedor. Pode-se destacar o risco como um fato que pode ocorrer em maior ou menor probabilidade e os impactos por ele gerados. A preocupação com os riscos dentro de uma empresa não pode ser suplementar, isto é, a empresa está permanentemente exposta a riscos. Com o objetivo de diminuir esses riscos de crédito, os credores fixam cláusulas contratuais em que a empresa devedora deve atender ao longo da vigência do contrato de empréstimos e/ou financiamentos e/ou debêntures em forma de *covenants*. Borges e Bergamini Junior (2001, p. 216) definem os *covenants* como a “inclusão de cláusulas contratuais impositivas de obrigações de fazer ou restritivas à liberdade de gestão”.

Com essa margem de segurança do credor exposta nos *covenants* consolida-se que se uma eventual ação de inconformidade for realizada, ou seja, se o *covenant* não for

respeitado, o impacto tende a ser complexo para o tomador, pois uma vez que o *covenant* for “quebrado” – na linguagem informal do mercado – a dívida vence, normalmente, de imediato, dando ao credor o direito de reclamar o “*cross default*” (vencimento antecipado). Sabendo que esse ônus possa vir a ser fatal para a empresa, usualmente as partes fixam um acordo por meio de cobrança de “*fee*” (taxa) ou “*waiver fee*” (taxa de renúncia)”. Perin e Glitz (2015, p.1378) destacam esse entendimento entre as partes e entendem que o primeiro implica em uma “multa” pelo descumprimento da obrigação, o segundo posterga a dívida num prazo específico através de pagamento de “taxa”.

1.1 TEMA E PROBLEMA

Uma modalidade de investimento que tem sido recorrente pelos investidores são as debêntures. Debêntures são instrumentos financeiros de renda fixa nos quais o investidor poderá emprestar determinada quantia de dinheiro para empresas e obter uma taxa de juros por esse empréstimo em troca, ou seja, trata-se de uma oportunidade que o investidor tem de emprestar dinheiro para a empresa emissora das debêntures e ser remunerado pelo fato e a empresa por sua vez terá uma entrada de caixa (CVM, 2020).

Um fato que leva empresas a adotarem a prática de emitir debêntures é a estrutura que poderá ser feita com a dívida. O prazo para pagamento do principal é um critério da emissora, que assim tem flexibilidade para ajustar o fluxo de caixa para devolver o dinheiro mais os juros. Há, entretanto, nessa transação o risco de crédito da empresa não honrar seus compromissos financeiros com o comprador do título. Teixeira (2005, p. 22) afirma que “nesse sentido, a securitização bem como a estruturação e regulação de determinadas instituições certamente contribuíram bastante para o aumento do número de operações com debêntures”. Como as debêntures não possuem fundo garantidor de crédito, a procura por debêntures é maior nas grandes empresas, de capital aberto, sólidas, além de serem avaliadas por empresas de gestão de risco, avaliando-as quanto a segurança em suas negociações financeiras. Grandes empresas oferecem atrativos na emissão de debêntures como garantias. Oliveira (2015, p. 45) justifica essas garantias em:

- Real: referem-se a garantias por bens integrantes do ativo da emissora ou de terceiros, que ficam indisponíveis para negociação;
- Flutuante: Debêntures que atribuem privilégios sobre o ativo da emissora não impedindo, entretanto, a negociação dos bens integrantes desse ativo;
- Quirografária: Não há garantia, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários no caso de liquidação;

- Subordinada: Possibilitam privilégios aos debenturistas, em caso de liquidação, somente em relação aos acionistas da emissora no ativo remanescente.

No Brasil existe uma grande dificuldade de grandes empresas iniciarem novos investimentos e de tomarem riscos em função de altos custos burocráticos e do custo do dinheiro elevado, no entanto, com o cenário do mercado financeiro em que há poucos anos atrás a taxa de juros se mantinha entre 6% e 8%, o custo de oportunidade fica menor e o cenário mais favorável para se alcançar o retorno necessário para rentabilizar o risco. Teixeira (2005) retrata em seu trabalho que, com isso, a demanda de emissão de debêntures por empresas tem aumentado gradativamente pelo fato de poder se financiar com custo menor.

Quando uma empresa emite uma debênture, os bancos junto com a companhia, tendo o cuidado de trazer ao mercado uma debênture bem estruturada e que proteja de alguma forma os credores, criam-se diversas amarras dentro da debênture, entre as quais pode estar o limite de endividamento da companhia (alavancar a dívida em “x” vezes quanto a sua geração de caixa, por exemplo) em função das debêntures não possuírem garantia do FGC (Fundo Garantidor de Crédito). Assim, conforme Securato (2002), existem agências classificadoras de risco que oferecem serviços de análise, que levam a melhor qualidade das informações divulgadas. Nesse contexto que os *covenants* se encaixam, como cláusulas contratuais que possam garantir a proteção do credor em seu investimento.

A empresa, depois de emitir debêntures junto ao mercado financeiro e ao assumir os *covenants*, não fica impedida de alavancar sua dívida, desde que os debenturistas aceitem o novo nível de endividamento. Caso a resposta seja negativa, a companhia tem duas alternativas: não realizar o investimento pretendido ou antecipar o pagamento aos debenturistas. O segundo caso é viável para a empresa caso ela esteja com caixa acima do esperado antes do tempo da quitação das debêntures, no entanto não é vantajoso para os credores, uma vez que não vão receber os juros por um tempo maior. Nesse cenário, os bancos, na estruturação das debêntures, estabelecem um prêmio pelo pré-pagamento.

Um fundamento do investimento de longo prazo é atrelar parte da remuneração ao IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo). Ao se ter uma visão do cenário econômico de, em média, até três anos é possível dimensionar o que está ocorrendo na economia e sendo possível ter uma previsão de como será a estimativa de importantes valores referenciais no mercado financeiro, por exemplo, o CDI (Certificado de Depósito

Interbancário) e a SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Entretanto, quando o alongamento do investimento é feito com um prazo maior, existem muitos fatores imprevisíveis e imponderáveis que podem impactar nas diretrizes dos investimentos. Com isso, por critério de segurança, a busca por investimentos de longo prazo que estejam atrelados ao IPCA é maior, uma vez que dado a impossibilidade de prever o futuro do mercado financeiro, garante-se que o investimento acompanhe a inflação e renda um valor mínimo esperado de retorno e um ganho real.

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) tem participação significativa como credor em empréstimos e financiamentos para as empresas que optam por captar recursos nessa modalidade. Najberg (1989) mostra em seu estudo o papel fundamental que o BNDES obteve para o crescimento de segmentos do setor privado, especialmente através de financiamentos com correções inferiores à inflação. Grimaldi e Madeira (2015, p. 31) concluem que a “oferta de financiamento de longo prazo, para além dos bancos e, particularmente, das instituições públicas, é ainda mais premente”.

Considerando que debêntures e os empréstimos e financiamentos se constituem como um dos principais meios pelas companhias de capital aberto de alavancar o caixa, suas cláusulas restritivas e sua importância, formulou-se a seguinte pergunta de pesquisa: **quais as diferenças nos principais *covenants* presentes em debêntures e em contratos de empréstimos e financiamentos evidenciados pelas empresas listadas no Novo Mercado da B3?**

1.2 OBJETIVOS

A partir do problema destacado acima, construiu-se um objetivo como forma de melhor detalhar o tema proposto a as análises esperadas. O objetivo geral da pesquisa é evidenciar as diferenças dos *covenants* detalhados em contratos de debêntures e em contratos de empréstimos e financiamentos das empresas listadas no Novo Mercado da B3.

1.3 JUSTIFICATIVA

Conforme a B3 (2020), o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. O segmento é destinado à negociação de ações de

empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa e *disclosure* além das que são exigidas pela legislação brasileira. As empresas que negociam ações no mercado financeiro têm a opção de se adequarem a certas regras para atraírem mais investidores, e uma delas é o nível de governança corporativa. Assim, as empresas que pertencem a esse segmento de Governança Corporativa estão sujeitas a obrigações mais rígidas do que em comparação as empresas de outros segmentos.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2020) define o tema como “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”.

Beiruth (2015, p. 16) destaca que:

com a variação das consequências e efeitos da adoção das normas IFRS, o impacto que a adoção ocasiona nas demonstrações contábeis e a possibilidade de afetar a relação entre os usuários das informações financeiras, a necessidade de estudar as modificações ocasionadas pela implantação das IFRS nos contratos de *covenants* é explicitada e devidamente caracterizada como objeto de estudo relevante.

De acordo com Perin e Glitz (2015, p.1376) “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 no que diz respeito à emissão de debêntures”. Dessa forma, o estudo se justifica em uma vez que trata de cláusulas restritivas amplamente utilizadas no mercado financeiro.

Partindo desta hipótese, torna-se viável o estudo em torno das demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas listada na B3 e suas notas explicativas, abrindo uma investigação em seus *covenants* e a frequência em que são escalados junto a debêntures e/ou empréstimos e financiamentos.

Conforme os autores, no mercado financeiro, especialmente no Brasil, as debêntures se estabeleceram como uma forma viável e rentável de empresas se financiarem e melhorar seu capital de giro, com isso, amarram-se nos contratos cláusulas a fim de estabelecer uma proteção ao credor de eventuais riscos com base em normas estabelecidas pela legislação vigente.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Neste tópico são apresentadas as delimitações que a pesquisa almeja realizar, tendo em vista o alcance do objetivo.

Com o pressuposto abordado nos tópicos anteriores de que no mercado financeiro existem diversos tipos de contratos que amarram junto a si cláusulas que tem como finalidade proteger o credor de eventuais riscos e que são importantes nas tomadas de decisões da empresa que está envolvida neste certame, pretende-se limitar esta pesquisa aos contratos que carreguem em suas cláusulas *covenants* informados em formulários de referência e/ou notas explicativas relativos ao ano de 2019, divulgados pelas empresas da amostra.

Por fim, o trabalho delimita-se a um estudo de 144 empresas listadas no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da B3, no ano de 2020.

1.5 ORGANIZAÇÃO

O trabalho foi estruturado em cinco capítulos detalhados a seguir.

O capítulo um é composto pela introdução, onde é realizada uma breve explanação do tema e contexto em que a pesquisa está inserida. Após, são apresentados os objetivos gerais e específicos, assim como a justificativa para o tema, e suas delimitações.

O capítulo dois contém o referencial teórico. Neste capítulo são abordados estudos sobre debêntures e sua alta demanda no mercado brasileiro depois de padronizadas as normas interacionais de contabilidade (IFRS), junto a isso, são abordados estudos sobre *covenants* e suas implicações, que também auxiliarão na coleta de dados da pesquisa.

O terceiro capítulo destaca a metodologia da pesquisa e aborda a parte prática do trabalho como coleta e organização de dados.

No quarto capítulo é feita a análise dos resultados da pesquisa.

Por fim, o último capítulo relata as considerações finais do trabalho, assim como as conclusões em virtude dos resultados obtidos e as recomendações para futuros trabalhos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 DEBÊNTURES – Definição e Importância

Nesta seção serão expostas as debêntures, que são títulos de crédito de renda fixa ofertados diretamente ao investidor por empresas de capital aberto ou fechado negociadas ao mercado de capitais brasileiro. Fraletti e Eid Junior (2005) destacam as debêntures como instrumentos financeiros de renda fixa emitidos por empresas para captação de recursos por prazos tipicamente mais longos que os de empréstimos bancários.

Segundo a definição do Sistema Nacional de Debêntures (2020), o termo debêntures refere-se aos valores mobiliários representativos de dívida de médios e longos prazos que asseguram seus detentores (debenturistas) direito de créditos contra a companhia emissora.

Da mesma maneira que o credor pode investir seu dinheiro através de empréstimos a bancos (poupança) e para o governo (títulos públicos), pode também emprestar seu dinheiro para empresas, e isso acontece justamente quando o credor realiza o investimento em debêntures. As empresas disponibilizam essa modalidade aos investidores e captam esses recursos para utilizar em suas atividades empresariais. Portanto, quando o investidor aplica seu dinheiro em debêntures, está na verdade adquirindo títulos emitidos por determinada empresa, que por sua vez devolverá esse investimento acrescido de certa taxa de juros.

Fraletti e Eid Júnior (2005, p. 2) entendem que:

Ao definir as características de determinada emissão as empresas podem ainda incluir cláusulas como as de participação nos lucros, conversibilidade e repactuação. Tais facilidades tornaram a debênture o instrumento mais utilizado no mercado de capitais brasileiro para captação de recursos de médio e longo prazos, tendo sido utilizada por centenas de empresas de diferentes setores da economia, seja para financiamento de novos projetos, securitização de ativos, reestruturação de passivos financeiros ou obtenção de capital de giro, dentre outros objetivos.

Nesse sentido, é habitual que a empresa opte por realizar uma emissão de debênture no mercado financeiro quando ela detém algum projeto com fluxo futuro, como construção de planta industrial, aquisição de maquinários especiais, expansão do parque fabril, ou qualquer projeto nesse sentido, no qual existe o período inicial onde a empresa está atuando no projeto e um posterior quando ela começa a obter retorno. Assim, quando ocorre a emissão da debênture, é natural que a empresa case o fluxo de devolução do

capital aos investidores (pagamentos) com a maturação do projeto em que ela esteja investindo, conseguindo fazer uma captação totalmente adequada as necessidades do projeto em termos de fluxo financeiro.

Paiva (2005, p. 10) destaca que “o desenvolvimento da capacidade de investimento das empresas passa pelo alongamento de seu passivo, revelando a importância do mercado de capitais, em especial do mercado de dívida corporativa”.

Quando se trata em tomada de risco no investimento em debêntures, existe um critério auxiliador denominado “*rating*”, que ocorre quando agências especializadas de classificação de risco avaliam a emissão da debênture com notas baseadas na confiabilidade de retorno do capital pelas empresas emissoras, ou seja, quanto maior o *rating* menor será a propensão de problemas quanto ao retorno do empréstimo. Com isso, a rentabilidade da debênture tende a ser maior nas empresas que são melhores avaliadas no *rating*.

Duarte e Lisboa (2014, p. 4) consideram que:

os gestores de recursos e os investidores que buscam rentabilidade com taxas competitivas, ao se decidirem pela compra de uma debênture, terão que considerar não somente a remuneração como fator de análise para tomada de decisão final, mas também outros critérios como tipo de ativo, classificação de crédito (*rating*), horizonte de investimento, liquidez, existência de opções embutidas, segmento e garantias dadas ao investidor, conforme sugerido em Fabozzi (2000) e CFA Institute (2009a).

2.1.1 Características

Ao negociar uma debênture, o debenturista tem o conhecimento das características através da escritura de emissão. Andima e Abrasca (2008, p. 10) definem a emissão de debêntures como “o documento em que estão descritas as condições sob as quais a debênture será emitida, tais como direitos conferidos pelos títulos, deveres da emissora, montante da emissão e quantidade de títulos, datas de emissão e vencimento, condições de amortização e remuneração, juros, prêmio etc”.

Ainda conforme Andima e Abrasca (2008, p. 51) em Relatório Especial:

As debêntures representam um mecanismo eficiente de captação de recursos, oferecendo a seus usuários várias possibilidades de engenharia financeira. Tais características têm garantido a esses títulos, geralmente com perfil de longo prazo, a condição de valor mobiliário mais utilizado no âmbito do mercado financeiro.

As debêntures são títulos bastante distintos entre si, já que oferecem vencimento, remuneração, tipo de rendimento, garantias e riscos variados. Para melhor compreender

quais são as características marcantes nas emissões de debêntures, elaborou-se o Quadro 1, que faz um breve descritivo a respeito destas características.

| Quadro 1 - Características presentes em debêntures | |
|---|---|
| Tipos | Breve Descritivo |
| Simples | Tipo mais comum desse tipo de título. Tem rendimento prefixado ou pós-fixado, com pagamento periódico de juros. O investimento não pode ser convertido em ações da companhia. |
| Conversíveis | Como o nome sugere, esse tipo de debênture oferece a possibilidade de o investidor decidir transformar o crédito a receber em ações da companhia. |
| Permutáveis | O investidor pode optar por trocar o título por ações de uma companhia que não seja a própria emissora da dívida. |
| Incentivadas | As debêntures incentivadas são aquelas com isenção fiscal, que buscam financiar projetos de infraestrutura. |
| Rendimento | Breve Descritivo |
| Pré-fixado | Em uma debênture prefixada, há o pagamento de um percentual de juros anuais definidos antes da compra. |
| Pós-fixado | A debênture pós-fixada tem um rendimento que não pode ser previsto na hora do investimento. Nesse caso, ela é atrelada a um indicador, como o CDI, por exemplo. |
| Híbrido | O rendimento híbrido é aquele que tem o prefixado e o pós-fixado. Nesse caso, normalmente envolve a inflação oficial do país, o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). |
| Espécies e Garantias | Breve Descritivo |
| Real | Oferece, como garantia do pagamento do título, bens da empresa emissora ou de terceiros. |
| Flutuante | O investidor tem a prioridade em relação a outros credores em caso de falência da empresa emissora. |
| Quirografária | Não concede prioridade sobre ativos da empresa emissora, ou seja, o investidor concorre com todos os demais credores em caso de falência. |
| Subordinada | Em caso de liquidação da sociedade, a debênture subordinada oferece prioridade de pagamento apenas em relação aos acionistas, no que se refere aos ativos da companhia. |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do BTG Pactual Digital (2020)

Uma característica flexível na emissão da debênture é o fato de poder dar ao investidor a opção de participar do capital acionário da empresa, isso acontece quando a empresa emite a debênture sendo ela conversível em ação. A empresa emissora das debêntures pode criar como atrativo para o investidor a possibilidade desses títulos serem trocados por ações da empresa. Com esse instrumento, o investidor opta por postergar o momento do seu efetivo ingresso no quadro societário das suas investidas. Já a escritura das debêntures simples não prevê a conversão em ações, mas possuem todas as características básicas das conversíveis.

Fortuna (2005) descreve que que o investidor ao optar pela debênture conversível pode transferir o que era dívida em participação. Já Paiva (2011) ressalta em sua tese que o mercado tem uma baixa demanda de debêntures conversíveis, uma vez que a conversibilidade é uma opção de compra embutida no instrumento, com preço e condições de exercício estabelecidas na escritura de emissão. A precificação dessa opção não é tarefa trivial.

O que pode levar a maior demanda dos investidores nas debêntures simples é a taxa de juros mais elevada do que nas debêntures conversíveis. Esse fato pode ser explicado pela possibilidade de o investidor ter um ganho quando o preço de conversão é menor que o valor de mercado da ação.

Albino (2006) explica que as debêntures conversíveis, assim como as simples, são bastante flexíveis quanto as suas utilizações e características, permitindo variações e condicionamentos em suas características básicas. Uma das variações, por exemplo, é o condicionamento da taxa de conversão à performance da empresa, alinhando os interesses dos sócios e dos debenturistas.

Oliveira (2005) destaca que debêntures são caracterizadas como títulos de crédito emitidas no mercado de capitais, podendo ser atualizadas por índices de preços. Nesse sentido, a rentabilidade das debêntures pode correr de três maneiras, sendo elas pré-fixadas, quando o investidor sabe desde o início qual será a taxa de juros, podendo saber exatamente a quantia que receberá ao final da aplicação; pós-fixada, quando a rentabilidade é atrelada a algum indicador do mercado de capitais, nessa modalidade o credor não sabe de fato o quanto receberá ao final da aplicação, mas pode ser informado de qual indicador a taxa de juros será acompanhada; e existe uma forma de remuneração híbrida, que contém parte da remuneração com taxa fixa e parte atrelada a determinado indicador.

2.2 COVENANTS – Definição e Importância

A preocupação com os riscos dentro de uma empresa não pode ser episódica, isto é, a empresa está permanentemente exposta a riscos. Com o objetivo de diminuir esses riscos de crédito, os credores fixam cláusulas contratuais em que a empresa devedora deve atender ao longo da vigência do contrato do empréstimo e/ou financiamento em forma de *covenants*. Borges e Bergamini Junior (2001, p. 216) definem os *covenants* como a “inclusão de cláusulas contratuais impositivas de obrigações de fazer ou restritivas à liberdade de gestão”.

Segundo Perin e Glitz (2015, p. 1377), os *covenants* são bastante utilizados nos Estados Unidos, e no inglês, o vocábulo significa algo próximo às noções de convenção, pacto, convênio, cláusula de contrato. Os autores definem *covenant* 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.

Os *covenants* estabelecem limites contratuais entre credores e devedores em operações financeiras, principalmente em financiamentos. Como uma forma de proteção ao credor, os *covenants* tem em sua essência uma finalidade de proteção contra eventuais danos que possam ser causados por parte do agente devedor. Nesse ponto, são instrumentos fundamentais no mercado de crédito, uma vez que busca punir empresas que descumpram termos presentes nos contratos, trazendo consigo uma margem de segurança.

Para Mello (2015) os *covenants* são importantes, pois:

por se apresentarem como obrigações livremente pactuadas e no âmbito da racionalidade negocial, harmonizam-se perfeitamente ao direito brasileiro. Perfeitos, pois, para situações em que garantias típicas não são suficientes para promover negócios e viabilizar o desenvolvimento.

O *covenant* tem como função policial a empresa em suas movimentações de financiamentos, estabelecendo limites e obrigações que devam ser cumpridas de acordo com os pactos estabelecidos. A partir disto, evita-se que ocorram altos índices de inadimplência ou que sejam geradas requisições judiciais.

3 METODOLOGIA

De acordo com Barros e Lehfeld (2000, p. 14) a finalidade da pesquisa é “resolver problemas e solucionar dúvidas, mediante a utilização de procedimentos científicos”. Para Lakatos e Marconi (2007, p. 43), a pesquisa pode ser considerada “um procedimento formal com método de pensamento reflexivo que requer um tratamento científico e se constitui no caminho para se conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais.”

Conforme Triviños (1987) a pesquisa descritiva exige do investigador uma série de informações sobre o que deseja pesquisar. Esse tipo de estudo pretende descrever os fatos e fenômenos de determinada realidade. Com isso, a pesquisa deste trabalho apresenta caráter descritivo, uma vez que investiga as diferenças e similaridades dos *covenants* evidenciados pelas empresas do Novo Mercado. Assim, as empresas que pertencem a esse segmento de Governança Corporativa estão sujeitas a obrigações mais rígidas do que em comparação as empresas de outros segmentos. A partir disso, espera-se que essas empresas divulguem informações fidedignas em seus relatórios, documentos que foram utilizados para a coleta de dados desta pesquisa.

Um elemento não menos importante em uma pesquisa descritiva é o procedimento de coleta de dados. A partir disto, a coleta de dados foi realizada em cima de divulgações das companhias em seus sites eletrônicos e de entidades corporativas, como a B3 e CVM. Em relação ao procedimento técnico, trata-se de uma pesquisa documental devido a coleta de dados ser extraída dos formulários de referência (2019) das empresas.

A pesquisa adotou o uso da abordagem Qualitativa, pois busca uma proporção relativos aos interesses dos credores através dos *covenants*, evidenciando o que os credores impõem como cláusulas. Também busca relatar as debêntures e os contratos de empréstimos e financiamentos, juntamente com seus *covenants*, evidenciados nos formulários de referência (2019) das empresas da amostra.

3.1 COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi realizada com base de amostragem em 144 empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3, no ano exercício de 2020. Os dados foram coletados nos sítios eletrônicos das empresas na área de relações com investidores, com as informações contidas em 144 Formulários de Referência (FR).

Ainda que seja uma ação prevista em lei, a divulgação dos resultados e documentos pelas companhias listadas no segmento do Novo Mercado não segue um padrão homogêneo, isto é, cada empresa segue seu próprio critério ao divulgar as informações em seu sítio eletrônico. Por consequência, adotou-se como base para a coleta os FR divulgados pelas companhias, referente ao ano exercício de 2019 (anterior), no período compreendido de 01/10/2020 a 15/10/2020, onde se realizou o levantamento dos dados desta pesquisa.

Os formulários forneceram dados para a análise com intuito de identificar os *covenants* presentes ou não nas debêntures e nos empréstimos e/ou financiamentos. Como fontes secundárias, foram utilizadas informações contidas nas Notas Explicativas (NE), a fim de corroborar com as informações iniciais dos FR.

3.2 ORGANIZAÇÃO DOS DADOS

Para a organização dos dados, o primeiro passo foi estruturar a amostra da pesquisa, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Empresas que divulgaram *Covenants*

| Objeto Alvo | |
|--|-----------|
| (+) Empresas da Pesquisa | 144 |
| (-) Bancos | 1 |
| (-) Em Recuperação Judicial | 3 |
| (-) FR (2019) Não Disponível | 4 |
| (-) Não Declararam <i>Covenants</i> Financeiros | 45 |
| (=) Empresas com <i>Covenants</i> Financeiros Declarados em FR (2019) | 91 |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

Conforme dados da Tabela 1, em 2020 o Novo Mercado era composto por 144 companhias. Dessas companhias, eliminou-se um banco, três companhias que se

encontravam em recuperação judicial, quatro empresas que não divulgaram o formulário de referência de 2019, e por fim, 45 empresas que não relataram alguma restrição ou obrigação por meio de *covenants*. Após essas eliminações, chegou-se à amostra de pesquisa formada por 91 empresas do Novo Mercado. As empresas eliminadas da amostra estão relacionadas no Quadro 2.

Quadro 2 - Empresas eliminadas da amostra

| Banco | BCO BRASIL S.A. |
|--|---|
| Em Recuperação Judicial | MMX MINERACAO E METALICOS S.A. |
| | OSX BRASIL S.A. |
| | PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES |
| Não Divulgaram FR em 2019 | COGNA EDUCAÇÃO S.A. |
| | GRUPO DE MODA SOMA S.A. |
| | POMIFRUTAS S/A |
| | RAIA DROGASIL S.A. |
| Não Declararam <i>Covenants</i> Financeiros | |
| ALPER CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A. | IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A. |
| ANIMA HOLDING S.A. | LINX S.A. |
| AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A. | METALFRIO SOLUTIONS S.A. |
| B2W - COMPANHIA DIGITAL | ODONTOPREV S.A. |
| BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A. | OMEGA GERAÇÃO S.A. |
| BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A. | OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A. |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS | CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO |
| BRF S.A. | PETRO RIO S.A. |
| ATACADÃO S.A. | POSITIVO TECNOLOGIA S.A. |
| CEA MODAS S.A. | PRINER SERVIÇOS INDUSTRIAIS S.A. |
| GRUPO SBF SA | ROSSI RESIDENCIAL S.A. |
| DURATEX S.A. | SAO MARTINHO S.A. |
| EMBRAER S.A. | SLC AGRICOLA S.A. |
| ENAUTA PARTICIPAÇÕES S.A. | SMILES FIDELIDADE S.A. |
| ETERNIT S.A. | SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A. |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A. | TECHNOS S.A. |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A. |
| GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A. | CONSTRUTORA TENDA S.A. |
| GRENDENE S.A. | T4F ENTRETENIMENTO S.A. |
| HAPVIDA PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS SA | UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A. |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | VULCABRAS/AZALEIA S.A. |
| HYPERA S.A. | WIZ SOLUÇÕES E CORRETAGEM DE SEGUROS S.A. |
| INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A. | |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

Durante a pesquisa observou-se que o termo “*covenant*”, ainda que utilizado pela maior parte das empresas da amostra, em alguns FR foi relatado com outras

nomenclaturas, tais como: cláusulas restritivas, imposição financeira, limite, obrigação contratual, restrição, condição e compromissos.

Como relatado também no trabalho de Neis (2016) percebe-se que os outros termos que são utilizados para se referir aos *covenants* são semelhantes entre si e implicam na ideia de obrigação e restrição, que são características *dos covenants*.

Em alguns FR percebe-se a preocupação das empresas em destacar mais profundamente o *covenant* financeiro em que a empresa está exposta. A Vivara (2019) é uma das empresas que segue essa filosofia, destacando que a dívida financeira líquida para fins de *covenants* significa as dívidas financeiras, inclusive debêntures, cartões e dívidas tributárias, menos as disponibilidades. E que o EBITDA para fins de *covenants* significa o lucro operacional, antes das receitas e despesas financeiras, depreciações/amortizações, e receitas/despesas não recorrentes.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 COVENANTS EXPOSTOS EM DEBÊNTURES

Os *covenants* relacionados nas debêntures das empresas do Novo Mercado estão presentes em 54 empresas da amostra da pesquisa. Dessas 54 empresas, o *covenant* financeiro com maior evidência foi o limite na relação Dívida Líquida/EBITDA, variando o quociente dessa relação entre as empresas na faixa de 2 a 8. A única empresa que atingiu o patamar limitante de 8 na relação Dívida Líquida/EBITDA foi a LOG Commercial Properties, que pode ser explicado pela preocupação dos credores em entender que os ativos e fluxo de caixa da empresa podem não ser suficientes para pagar integralmente o saldo devedor de suas obrigações, o que pode afetar seus resultados operacionais de forma negativa. A LOG Commercial Properties (2019) destaca que reconhece como “Dívida Financeira Líquida”: (+) dívidas com instituições financeiras; (+) títulos e valores mobiliários representativos de dívida; (+) leasings; (+/-) saldo líquido de operações de derivativos; (-) disponibilidades de caixa, títulos públicos, aplicações financeiras e equivalentes. E como “EBITDA Ajustado”: (+/-) Lucro/Prejuízo Líquido; (+/-) Despesa/Receita Financeira Líquida; (+) Provisão para IRPJ e CSLL; (+) Depreciações, Amortizações e Exaustões; (+/-) Operação não recorrente; (+/-) Valor justo das propriedades para investimento; (+/-) Valor justo das propriedades das coligadas.

A partir da pesquisa, foi identificado 81 *covenants* financeiros expostos em contratos de debêntures, sendo que dentre esses *covenants*, 55% (45 vezes) estão ligados a restrição no endividamento das empresas.

Diante deste resultado, pode-se inferir que os credores de empresas tendam a sentir-se mais garantidos em proteção ao capital fornecido limitando as operações de dívida das empresas devedoras, o que tende a resultar em uma maior exigência de *covenants* financeiros na emissão de títulos de dívida.

Assim, também se torna viável a hipótese de Konrath e Vicente (2017, p. 7), na qual os autores relatam em seu artigo de pesquisa que as “debêntures emitidas por empresas com maiores níveis de endividamento apresentam maior probabilidade de conter *covenants* financeiros”.

A Tabela 2 relaciona os tipos de *covenants* financeiros nos contratos de debêntures com maior evidência dentre as empresas, excluindo os *covenants* não financeiros da amostragem.

Tabela 2 - Covenants expostos em contratos de debêntures

| <i>Covenants</i> financeiros | Qtde |
|--|-----------|
| Ativos desonerados / dívida corporativa líquida | 1 |
| Caixa + patrimônio líquido + aplicações financeiras de curto prazo / EBITDA ajustado | 5 |
| Cobertura de juros a vencer | 3 |
| Despesa financeira / EBITDA | 1 |
| Dívida atribuída às operações de venda e arrendamento mercantil / ativo tangível consolidado | 1 |
| Dívida bancária / EBITDA | 2 |
| Dívida bruta / dívida bruta + patrimônio líquido | 3 |
| Dívida líquida / EBITDA | 30 |
| Dívida bruta / patrimônio líquido tangível | 1 |
| EBITDA / Receita líquida | 3 |
| EBITDA / Resultado Financeiro | 1 |
| Índice de capitalização própria | 4 |
| Índice de cobertura da dívida | 4 |
| Índice de endividamento geral | 3 |
| Índice de liquidez corrente | 20 |
| Total | 81 |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

Outro *covenant* em destaque é o “índice de liquidez corrente”, que foi relacionado em 24% (20 vezes) dentre os 81 *covenants* auferidos.

Borges e Bergamini Júnior (2001, p. 235) destacam que:

Esse tipo de risco surge, por exemplo, quando a liquidação de determinadas operações depende da prestação e da capacidade financeira de câmaras de liquidação e custódia em fecharem posições e honrarem perdas. Portanto, o risco de liquidez de uma instituição financeira está associado, em geral, ao risco operacional dessas câmaras.

Ainda que seja recorrente nas emissões de debêntures, o *covenant* relacionado ao grau de liquidez das empresas fica atrás somente do *covenant* “dívida líquida/EBITDA”, mencionado anteriormente como o de maior relevância na visão dos credores. Esta restrição representa 37% (30 vezes) do volume total das restrições evidenciadas nos contratos de debêntures.

Com a intenção de investigar mais profundamente esse *covenant*, foi elaborado o Gráfico 1, que faz uma análise quantitativa entre as empresas que relataram o fator limitante de endividamento nas emissões de debêntures, e o índice determinado pelos credores no quociente entre dívida líquida/EBITDA.

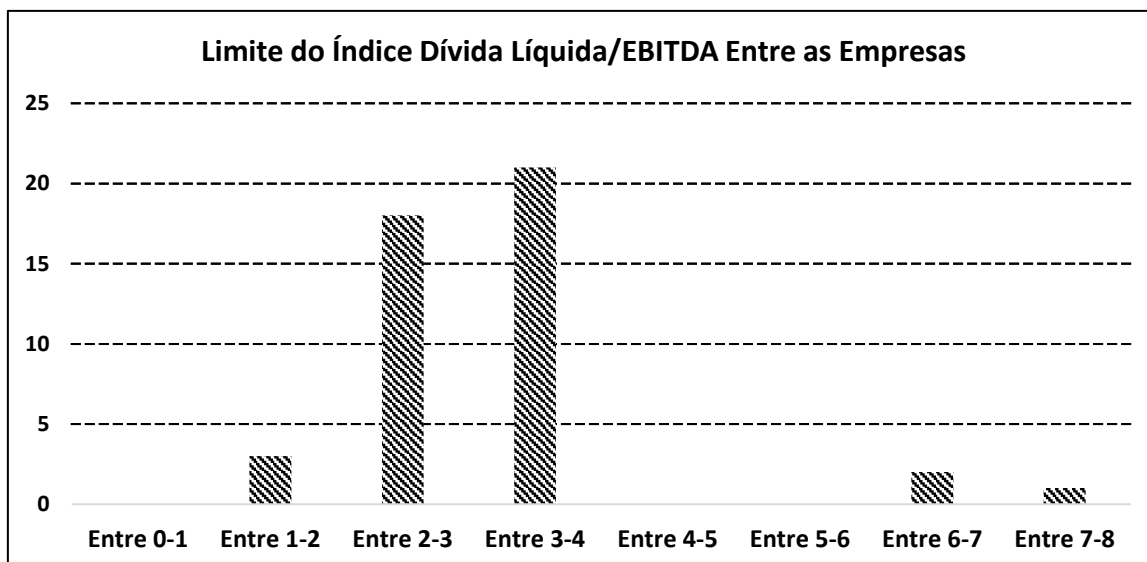


Gráfico 1 – Comparação entre os limites do índice Dívida Líquida/EBITDA entre as empresas que relataram o *Covenant*

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

Das 54 empresas dessa amostra, 45 empresas estão expostas a restrição no endividamento com base no índice dívida líquida/EBITDA, ou seja, 83% das empresas relataram esse *covenant* nas suas emissões de debêntures e estão sujeitas a acompanhar e limitar a sua alavancagem.

Conforme projetado no Gráfico 1, o limite do índice dívida líquida/EBITDA mais recorrente fica entre 2 a 4, que representa 86% das empresas da amostra. Para mitigar essa alta recorrência imposta no endividamento dessas empresas foi investigado em 4 empresas de diferentes setores a relação imposta nessa cláusula, bem como as advertências de “*cross default*” (vencimento antecipado), que pode ter impacto adverso relevante nos negócios e na situação financeira da empresa. Foram investigadas as empresas Camil Alimentos S/A (alimentação), PBG S/A (material de construção), Eneva S/A (energia) e Grupo CCR (concessões).

A Camil Alimentos S/A (2019) entende que a “medição da dívida líquida é útil tanto para a Companhia quanto para os investidores e analistas financeiros, na avaliação do grau de alavancagem financeira em relação ao fluxo de caixa operacional.” E em

contrato prevê o cumprimento do compromisso em manter a Dívida líquida/EBITDA inferior a 3,5.

Segundo o FR (2019) divulgado pela Camil Alimentos S/A, nos exercícios sociais encerrados em 2016, 2017 e 2018, a alavancagem financeira, em termos de dívida líquida/EBITDA, foi de 1,9, 1,2 e 2,1 (considerando o EBITDA dos últimos 12 meses), respectivamente. Ou seja, a empresa conseguiu respeitar o limite imposto abaixo de 3,5.

A PBG S/A (2019) está restrita em manter o limite dívida líquida/EBITDA em até 3 vezes. Em 2018 a geração de caixa, medida pelo EBITDA, somou R\$ 288 milhões e o lucro líquido R\$ 134 milhões no acumulado de 2018, com margens de 27,3% e 12,7%, respectivamente. Já a relação dívida líquida/EBITDA reduziu de 2,09 para 1,64. Mesmo sendo evidenciado no FR (2019) como um período de instabilidade no mercado em que a empresa está alocada, a empresa obteve um aumento no EBITDA de 52% em relação ao período anterior, explicado principalmente pelo reconhecimento de ganhos extraordinários, como o crédito de IPI, fato que aliviou o impacto do *covenant* em questão.

Com relação às atividades de geração de energia, a Eneva S/A (2019) está sujeita a cláusulas específicas por ocorrência de possíveis perdas e danos causados a terceiros por falhas na operação das usinas, que acarretem em interrupções ou distúrbios aos sistemas de distribuição e/ou transmissão. A Eneva S/A (2019) acredita que a “dívida líquida é uma medição não contábil amplamente utilizada no mercado financeiro e a utiliza para avaliação financeira, compondo inclusive os *covenants* financeiros apurados a cada período pela companhia e representam mais adequadamente a exposição ao endividamento financeiro.” Com a restrição em manter o índice dívida líquida/EBITDA em até 3,5, apurando em 2018 um EBITDA de R\$ 1,4 bilhão e dívida líquida de R\$ 3,8 bilhão, assim respeitando o *covenant* financeiro no patamar de 2,7x. Em 31 de dezembro de 2018 todos os *covenants* financeiros previstos nos contratos se encontravam atendidos.

Já o Grupo CCR (2019), obtinha essa restrição relacionada ao pagamento de dividendos em valor superior ao mínimo obrigatório, se o coeficiente de dívida líquida/EBITDA atingisse um valor superior a 4. O Grupo CCR (2019) afirma que a “variação desse indicador reflete, principalmente, os investimentos realizados em novos negócios em 2016, refletindo no endividamento da Companhia. Em 2017, houve reflexo da oferta de ações supramencionada. Em 2018, houve o aumento do endividamento líquido devido aos investimentos realizados no decorrer do ano, além do pagamento de outorga da ViaMobilidade e aporte de capital inicial da ViaSul.”

Ainda que haja esse acordo previsto em contrato, existem também outras hipóteses de vencimento antecipado presentes na escritura das debêntures dessas quatro empresas, como pedido de falência, limite financeiro em protesto de títulos, limite financeiro em inadimplemento, redução do capital social, entre outros.

É importante salientar que em todos esses casos o EBITDA não representa o fluxo de caixa da empresa para os períodos apurado e não é considerado como alternativa para o lucro líquido, como indicador do desempenho operacional ou como substituto do fluxo de caixa como indicador de liquidez da empresa. Na realidade, busca-se através do EBITDA avaliar o resultado sem a influência da estrutura do capital e de itens não usuais ou que não são decorrentes de suas operações principais. Por esse motivo, entende-se que o EBITDA é mais apropriado para a correta compreensão da condição financeira e do resultado das operações das empresas.

4.2 COVENANTS EXPOSTOS EM CONTRATOS DE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS

Os *covenants* listados em contratos de empréstimos e financiamentos são menos recorrentes do que os presentes nos contratos de debêntures. 44 empresas da amostra estão sujeitas a cláusulas restritivas em seus contratos de empréstimos e financiamentos, contra 54 empresas que estão sujeitas a *covenants* nas debêntures.

A Tabela 3 relaciona os tipos de *covenants* financeiros nos contratos de empréstimos e financiamentos com maior evidenciação dentre as empresas, excluindo os *covenants* não financeiros da amostragem.

Tabela 3 - Covenants expostos em contratos de empréstimos e financiamentos

| <i>Covenants</i> financeiros | Qtde |
|--|-----------|
| Ativo circulante/Passivo circulante | 1 |
| Dívida financeira líquida de curto prazo/EBITDA | 1 |
| Dívida líquida/EBITDA | 30 |
| Dívida Líquida+Terrenos a Pagar-Terrenos a Receber-Dívida SFH e FGTS | 1 |
| EBITDA ajustado/Despesas financeiras ajustadas | 3 |
| EBITDA ajustado/Receita operacional líquida ajustada | 2 |
| EBITDA/Resultado financeiro | 2 |
| Índice de cobertura do serviço da dívida | 1 |
| índice de endividamento | 2 |
| Patrimônio líquido/Ativo total | 1 |
| Total | 44 |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

A restrição na alavancagem medido pelo índice dívida líquida/EBTIDA novamente aparece como o *covenant* financeiro mais recorrente, estando presente em 68% dos contratos, sejam eles emitidos por órgãos públicos ou privados. Fica evidenciado a preocupação dos credores, em qualquer modalidade de captação financeira, em manter a capacidade da empresa em honrar suas dívidas e obrigações utilizando como base a sua geração de caixa.

Os demais *covenants* foram relatados esporadicamente pelas empresas, ficando na faixa entre 1 e 3 vezes em que apareceram nos contratos de empréstimos e financiamentos. Um *covenant* incomum listado na Tabela 3 foi o de “Dívida Líquida+Terrenos a Pagar-Terrenos a Receber-Dívida SFH e FGTS”, que foi evidenciado uma única vez e presente no FR (2019) da empresa Rodobens Negócios Imobiliários S/A. Segundo a própria Rodobens Negócios Imobiliários S/A (2019) essa restrição está associada “aos financiamentos à construção contratados no âmbito do SFH/SFI somente podem ser utilizados para construção de empreendimentos específicos, sendo que os recursos provenientes destes financiamentos são liberados de acordo com a efetiva execução das obras.”

O *covenant* “Patrimônio líquido/Ativo total”, que também foi relatado uma única vez e visa manter o nível de condições mínimas de capitalização, estava vinculado a WEG S/A (2019) em contrato de financiamento celebrado junto ao BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). A WEG S/A (2019) justifica a aderência ao BNDES “para financiar a aquisição e a construção de ativos fixos no Brasil utilizamos a capacidade de geração operacional de caixa e empréstimos contraídos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e demais agências de fomento, majoritariamente em moeda nacional”.

Nos empréstimos de longo prazo firmados junto aos bancos, sejam públicos ou privados, é comum, além dos *covenants*, conter obrigações de prestações de contas, ficando como a dever de a empresa comprovar que os recursos repassados pelo BNDES estão sendo empregados e investidos no projeto apresentado para contratação do empréstimo. A partir disso, pode-se concluir que os credores buscam atender não apenas seus interesses econômicos e financeiros, mas também as garantias empregadas nos investimentos.

Analisando de forma qualitativa, percebe-se que existe uma clara preocupação dos credores em fiscalizar o índice EBITDA. A preferência desse indicador para os credores

pode ser percebida a partir de que, das 44 vezes que um *covenant* foi relatado pela empresa, cerca de 86% dessas ocorrências (38 vezes) o EBITDA foi relacionado.

Neis (2016) afirma em seu trabalho que instituir limites para o indicador da dívida líquida sobre EBITDA é importante para o credor, pois dessa forma, ele consegue assegurar a capacidade de os tomadores de recursos conseguirem sanar suas dívidas através do caixa operacional.

4.3 COMPARAÇÕES ENTRE OS *COVENANTS*

Conforme listado na pesquisa, para análise dos resultados esse estudo classificou os *covenants* em dois grupos: os expostos em debêntures e os expostos em contratos de empréstimos e financiamentos. O Gráfico 2 relaciona em quais aspectos os *covenants* foram mais explorados nesses dois tipos de contratos.

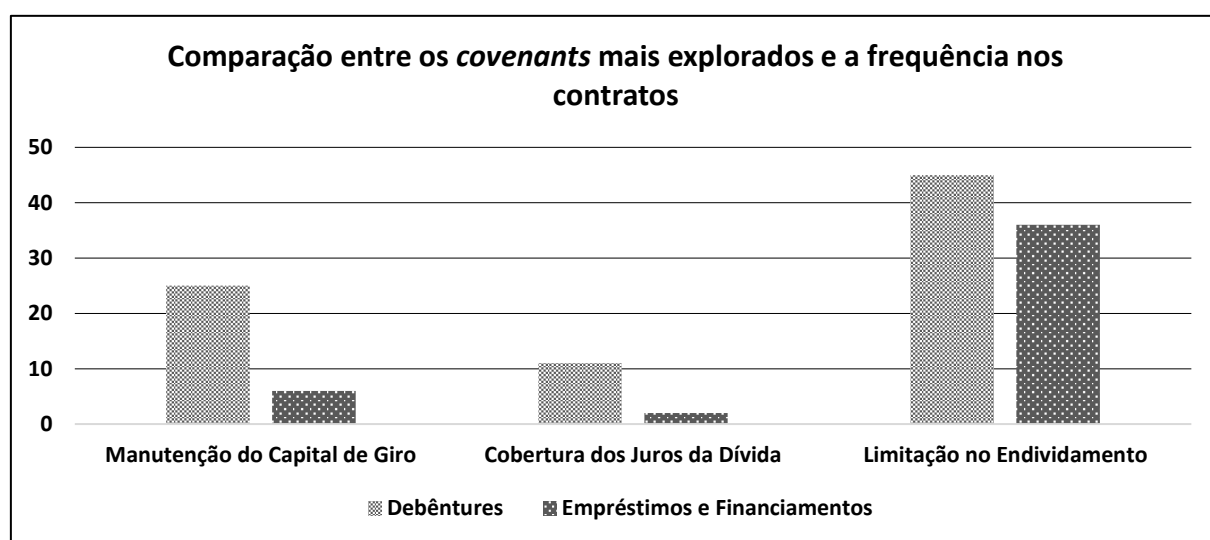


Gráfico 2 – Comparação entre os *covenants* mais explorados e a frequência nos contratos.
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2020)

Com base nos dados expostos no Gráfico 2, percebe-se a partir de uma análise quantitativa que o aspecto mais recorrente para os credores nos *covenants* é a limitação no endividamento das empresas. Juntos, os contratos de debêntures e de empréstimos e financiamentos representam 64% de recorrência na preocupação dos credores em limitar a alavancagem das empresas, sendo esse aspecto relatado em 81 *covenants* dos 125 no total.

Esse grupo apresentou como principal fonte para o cálculo do indicador financeiro utilizado como *covenant*, o índice EBITDA. A preferência desse indicador para os

credores pode ser percebida a partir de que, das 81 vezes que um *covenant* desse grupo foi relatado por alguma das empresas, cerca de 90% dessas ocorrências (73 vezes) o EBITDA foi relacionado com alguma outra conta das demonstrações no cálculo da restrição.

Percebe-se nos contratos de debêntures e de empréstimos e financiamentos a maior preocupação dos credores em fiscalizar o capital de giro das empresas do que em manter a cobertura dos juros das dívidas em patamares estáveis. A expressão “cobertura” dos juros sinaliza uma ideia de capacidade de pagamento dos juros. Quando exemplificado apenas nos empréstimos e financiamentos, fica ainda mais evidente a baixa tendência na preocupação dos credores em fixar *covenants* ao índice de cobertura de juros da dívida, onde apenas 2 tipos de *covenants* dos 36 relatados estão condicionados a este fato. A partir disso, poder-se-ia auferir que os credores visam uma perspectiva de retorno dos empréstimos realizados junto as empresas baseando-se na capacidade em que as empresas tem em se manterem estáveis nas suas atividades.

Dentre esses três aspectos explicados no Gráfico 2, vale salientar que todos estão sujeitos ao cumprimento da norma estabelecida no Comitê de Pronunciamentos Contábeis 26 (R1) (2011, p. 22), o qual ressalva que:

quando a entidade quebrar um acordo contratual (*covenant*) de um empréstimo de longo prazo (índice de endividamento ou de cobertura de juros, por exemplo) ao término ou antes do término do período de reporte, tornando o passivo vencido e pagável à ordem do credor, o passivo deve ser classificado como circulante mesmo que o credor tenha concordado, após a data do balanço e antes da data da autorização para emissão das demonstrações contábeis, em não exigir pagamento antecipado como consequência da quebra do *covenant*. O passivo deve ser classificado como circulante porque, à data do balanço, a entidade não tem o direito incondicional de diferir a sua liquidação durante pelo menos doze meses após essa data.

Ou seja, ainda que haja o cuidado dos credores em fixarem diferentes tipos de *covenants* nos contratos de debêntures e de empréstimos e financiamentos, o CPC 26 também limita as obrigações das empresas em honrar as suas cláusulas se restrição assumidas.

Diante do exposto, percebeu-se que as empresas do novo mercado estão mais sujeitas a alavancagem por meio de emissões de debêntures do que empréstimos e financiamentos, ainda que os *covenants*, nos dois tipos de contratos, sigam uma tendência similar nos interesses dos credores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo identificar e evidenciar as diferenças dos *covenants* detalhados em contratos de debêntures e em contratos de empréstimos e financiamentos pelas empresas listadas no Novo Mercado da B3.

O estudo limitou-se a análise de 144 empresas listadas nesse segmento e às cláusulas contratuais que apresentam informações contábeis financeiras e não financeiras, informadas pelas empresas nos FR e/ou NE, relativos ao ano de 2019.

Com o propósito de proteger os interesses do credor e mitigar possíveis riscos nas operações, os *covenants* se fixam como importantes referências para preservar o retorno da dívida aos credores. O *covenant* é um instrumento que requer atenção dos investidores, pois além de trazer amarras importantes nos contratos de dívida das empresas, ele não é evidenciado no passivo dentro do balanço patrimonial. No entanto, se o *covenant* não for cumprido, ou “quebrado”, esse mesmo passivo pode ter modificações impactantes, colocando o vencimento antecipado de dívida de longo prazo, por exemplo.

Assim como no trabalho de Neis (2016), pode-se auferir a importância dos *covenants* nos contratos de dívida, a partir de que dentre as empresas listadas no Novo Mercado, cerca de 64% (91 empresas) relataram restrições dos credores em determinadas ações das empresas. Dentre essas empresas, a restrição no endividamento foi a característica mais recorrente entre os *covenants* apurados na pesquisa. Assim como nos contratos de debêntures, os contratos de empréstimos e financiamentos também atingiram alto índice de recorrência em impor limites na alavancagem nas empresas.

O principal *covenant* relatado foi o de cobertura da dívida (dívida líquida/EBITDA). 83% (45 empresas) relataram esse *covenant* nas suas emissões de debêntures e estão sujeitas a acompanhar e limitar a sua alavancagem, enquanto 68% (30 empresas) limitaram-se a essa cláusula em empréstimos e financiamentos. Esse índice evidencia a preocupação dos credores, em qualquer modalidade de captação financeira, em manter a capacidade da empresa em honrar suas dívidas e obrigações utilizando como base a sua geração de caixa. Também se percebe que o EBITDA, apesar de ser considerado uma medida não contábil, é uma medida recorrente nos *covenants* financeiros.

A atenção dos credores ao restringir as ações das empresas por meio dos *covenants* não possuem diferenças significativas dentre as modalidades de debêntures e empréstimos e financiamentos. Através da pesquisa, constatou-se que existe uma

tendência dos credores em seguir uma mesma diretriz ao vincular os *covenants*, evidenciando as mesmas preocupações no recebimento da dívida.

Deve-se ainda fazer a ressalva dos *covenants* não financeiros também contém amarras importantes que limitam as ações das empresas ao se colocar limites nas relações com outras instituições e em mudanças no controle societário.

Por conseguinte, constatou-se que o *covenant* tem como função policiar a empresa em suas movimentações de financiamentos, estabelecendo limites e obrigações para que os credores tenham a garantia de que a empresa irá continuar em funcionamento e gerar recursos que serão utilizados para o pagamento da dívida.

5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Com sequência nas recomendações sugeridas por Neis (2016), para trabalhos futuros indica-se um estudo considerando um horizonte temporal, a fim de identificar as diferenças entre os anos. Poderia ser feito um levantamento acerca das debêntures e em empréstimos e financiamentos das empresas que divulgaram em seus relatórios que quebraram as cláusulas de *covenants* e quais foram as consequências econômicas que sofreram. Também seria interessante realizar uma análise quantitativa sobre os *covenants* evidenciados nas duas modalidades de captação de recursos e abordar correlações entre os *covenants*.

REFERÊNCIAS

ALBINO, José Augusto. **A UTILIZAÇÃO DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS COMO MECANISMO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES PELOS GESTORES DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Porto Alegre, 2006.

ANDIMA e ABRASCA. Abertura de Capital e Emissão de Debêntures. 2008. Disponível em <
http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/abertura_capital.pdf >

BARROS, A. J. S. e LEHFELD, N. A. S. **Fundamentos de Metodologia: Um Guia para a Iniciação Científica**. 2 Ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

BEIRUTH, Aziz Xavier. **Transformação estrutural de *covenants* com a adoção das IFRS no Brasil**. 2015. 127 p. Tese (doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BORGES, Luis Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p.111-148, dez. 2005.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Covenants: Instrumento de garantia em Project Finance**. Revista BNDES. Rio de Janeiro v 11, 1999. Disponível em: <
http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df>. Acesso em 15 set. 2018

Comissão de Pronunciamentos Contábeis - CPC (2011). Disponível em: <
http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2006.pdf >. Acesso em: 25 out. 2020

DUARTE JÚNIOR, A. M.; LISBOA, J. L. G. Seleção de debêntures no mercado de renda fixa brasileiro. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 2013.

FAMÁ, Rubens; CARDOSO, Ricardo Lopes; MENDONÇA NETO, Octavio de. Gestão integrada de riscos para empresas não financeiras: uma proposta de modelo para controladoria. **Anais**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2001.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

FRALETTI, Paulo Beltrão; JÚNIOR, William Eid. **A relevância do *rating* e de outros fatores na determinação do rendimento das debêntures emitidas no mercado brasileiro**. FGV EAESP - GVcef - Working Papers. São Paulo, 2005

GRIMALDI, Daniel da Silva; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. Financiamento de longo prazo e bancos públicos: uma análise dos repasses do BNDES Finame no período 2005-2015. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 46 , p. 5-38, dez. 2016.

IBGC. **Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado**: um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2014.

IBGC. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 21 setembro 2020.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia científica**: ciência e conhecimento científico, métodos científicos, teoria, hipóteses e variáveis. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MELLO, Fábio Roberto Barros. **GARANTIA DAS GARANTIAS: Covenants atribuem maior segurança aos negócios favorecendo o adimplemento**. 2015. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2015-mai-07/fabio-mello-covenants-favorecem-adimplemento-contratos>>. Acesso em: 25 set. 2020.

NAJBERG, Sheila. **Privatização de recursos públicos: os empréstimos do sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial.** Rio de Janeiro, 1989. 140 f. Dissertação (Mestrado) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1989

NEIS, Daniela Will. **Análise dos covenants nas empresas do Novo Mercado: principais tipos e características.** 51. Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016.

OLIVEIRA, Juliana Leonardo de; LIMA, Fabiano Guasti. **Implicações da adoção do padrão IFRS no volume financeiro das debêntures emitidas pelas companhias abertas brasileiras.** 2015. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-17122015-111008/>>.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos; SAVÓIA, José Roberto Ferreira. Formação de preço de debêntures no Brasil. **Anais..** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2011. <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04072011-162450/pt-br.php>>.

PEREIRA, A. N.; VILASCHI, A. z: **Explorando Noções e Conexões.** In: 4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica, 7 e 8 de Junho de 2006, Vitória. Anais do 4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica, 2006.

PERIN, Marcelo Sandrini; GLITZ, Frederico E. COVENANTS EM CONTRATOS DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: UMA PERSPECTIVA JURÍDICA. **Rjlb**, Lisboa, n. 1, p.1375-1393, 2015. Disponível em: <http://www.fredericoglitz.adv.br/biblioteca_detalle/114/covenants-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica>. Acesso em: 07 set 2018.

SECURATO, J. R. **Crédito: análise e avaliação do risco.** São Paulo: Saint Paul, 2002.

SILVA, Adolfo Henrique e Coutinho. **Escolha de Práticas Contábeis no Brasil:** Uma Análise sob a ótica da hipótese dos *covenants* contratuais. 2008, 159f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Curso de Pós Graduação em Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009_120147/pt-br.php>. Acesso em: 18 out. 2018

TRIVIÑOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa** em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, Andre Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p. 103-122, dez. 2004.

APÊNDICES

APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA

APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA

**Quadro 3 – Empresas do Novo Mercado (2020)
Utilizadas na Amostra**

| EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA | | |
|--|--|---|
| ALIANSC E SONAE SHOPPING CENTERS S.A. | EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | NEOENERGIA S.A. |
| ALLPARK EMPREENDIMENTOS PARTICIPACOES SERVICOS S.A | FLEURY S.A. | NOTRE DAME INTERMEDICA PARTICIPACOES SA |
| AMBIPAR PARTICIPACOES E EMPREENDIMENTOS S/A | GAFISA S.A. | PARANAPANEMA S.A. |
| ATMA PARTICIPAÇÕES S.A. | IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | PBG S/A |
| B3 S.A. - BRASIL. BOLSA. BALCÃO | INDUSTRIAS ROMI S.A. | PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A |
| BIOSEV S.A. | INSTITUTO HERMES PARDINI S.A. | PORTO SEGURO S.A. |
| BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES SA | IOCHPE MAXION S.A. | PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A. |
| BR MALLS PARTICIPACOES S.A. | JBS S.A. | QUALICORP CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A. |
| BR PROPERTIES S.A. | JHSF PARTICIPACOES S.A. | RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A. |
| CAMIL ALIMENTOS S.A. | JSL S.A. | RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. |
| CCR S.A. | LIGHT S.A. | RUMO S.A. |
| CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A. | LOCALIZA RENT A CAR S.A. | SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A. |
| CIA HERING | LOCAWEB SERVIÇOS DE INTERNET S.A. | SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A. |
| CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS | LOG COMMERCIAL PROPERTIES | SER EDUCACIONAL S.A. |
| CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO | LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A. | SINQIA S.A. |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | LOJAS RENNER S.A. | SUZANO S.A. |
| CIELO S.A. | LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A. | TECNISA S.A. |
| COSAN LOGISTICA S.A. | LUPATECH S.A. | TERRA SANTA AGRO S.A. |
| COSAN S.A. | M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | TIM PARTICIPACOES S.A. |

| EMPRESAS DO NOVO MERCADO (2020) UTILIZADAS NA AMOSTRA | | |
|--|---|--|
| | | (continuação) |
| CPFL ENERGIA S.A. | MAGAZINE LUIZA S.A. | TOTVS S.A. |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | MAHLE-METAL LEVE S.A. | TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. |
| CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A. | MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. | TRISUL S.A. |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART | MARISA LOJAS S.A. | TUPY S.A. |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A. | ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A. |
| DIRECIONAL ENGENHARIA S.A. | MINERVA S.A. | VALE S.A. |
| ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A. | MITRE REALTY EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. | VALID SOLUÇÕES S.A. |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | MOURA DUBEUX ENGENHARIA S/A | VIA VAREJO S.A. |
| ENEVA S.A | MOVIDA PARTICIPACOES SA | VIVARA PARTICIPAÇÕES S.A |
| ENGIE BRASIL ENERGIA S.A. | MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A. | VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | NATURA &CO HOLDING S.A. | WEG S.A. |
| | | YDUQS PARTICIPACOES S.A. |

Fonte: Elaborada pelo autor através dos dados de pesquisa (2020)