



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE

Bárbara Carvalho Borges

***COVENANTS* CONTÁBEIS E CONSERVADORISMO DE COMPANHIAS
LISTADAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Florianópolis,
2024

Bárbara Carvalho Borges

Covenants contábeis e conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Mestra em Contabilidade.
Orientadora: Profa. Suliani Rover, Dra.

Florianópolis,
2024

Borges, Bárbara Carvalho
Covenants contábeis e conservadorismo de companhias
listadas no mercado brasileiro / Bárbara Carvalho Borges ;
orientador, Suliani Rover, 2024.
73 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-Graduação
em Contabilidade, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Covenant. 3. Conservadorismo. 4.
Debêntures. I. Rover, Suliani. II. Universidade Federal de
Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em
Contabilidade. III. Título.

Bárbara Carvalho Borges

***Covenants* contábeis e conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro**

O presente trabalho em nível de mestrado foi avaliado e aprovado, 08 de maio de 2024, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Profa. Tatiana Albanez, Dra.

Universidade de São Paulo

Prof. Edilson Paulo, Dr.

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. José Alonso Borba, Dr.

Universidade Federal de Santa Catarina

Certificamos que esta é a versão original e final do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Mestra em Contabilidade.

Insira neste espaço a
assinatura digital

Prof. Carlos Eduardo Facin Lavarda, Dr.

Coordenador do Programa

Insira neste espaço a
assinatura digital

Profa. Suliani Rover, Dra.

Orientadora

Florianópolis, 2024.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, expresso minha gratidão a Deus pela orientação e discernimento concedidos durante esta jornada, especialmente nos momentos de desafio e incerteza.

Ao meu amado companheiro, Lucas, meus mais sinceros agradecimentos. Sua presença e encorajamento foram importantes fontes de inspiração.

Aos meus queridos pais, o incentivo e apoio de vocês foram fundamentais nesta jornada.

À minha orientadora, Suliani, minha admiração e reconhecimento. Sua orientação foi essencial para o meu desenvolvimento e para a concretização deste trabalho. Sou grata por ter você ao meu lado nesta trajetória.

Aos membros da banca, professores Tatiana, Edilson e Alonso, agradeço pela dedicação e contribuições. Agradeço a oportunidade de ter aprendido com vocês e de ter aperfeiçoado minha pesquisa com suas valiosas observações.

Aos meus queridos amigos, Amanda, Henrique, João Paulo, Heitor, Halison e Rodolfo, meu sincero agradecimento pela amizade e pelo apoio durante esta jornada. As celebrações das conquistas, os conselhos e a motivação constante tornaram esta caminhada mais leve, alegre e gratificante.

Sou grata ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) pela oportunidade de participar e contribuir. Este trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

A todos que mencionei e àqueles que, de alguma forma, contribuíram para minha jornada, meu profundo agradecimento. Cada um de vocês desempenhou um papel fundamental no meu crescimento pessoal e acadêmico. Vocês fazem parte da minha história e das minhas conquistas, e levarei comigo para sempre as lições e o apoio que me ofereceram.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa consiste em analisar a relação entre os *covenants* contábeis em contratos de debêntures e o conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro no período de 2010 a 2023. Para atender a esse objetivo, foram analisadas 360 empresas e 369 contratos de debêntures. Foi realizada uma análise descritiva e de regressão, utilizando o modelo proposto por Basu (1997), com a adaptação e operacionalização do modelo proposto por Nikolaev (2010). Como teste de robustez, foi aplicado o modelo proposto por Ball e Shivakumar (2006). Foi observado que os principais indicadores utilizados como *covenant* contábil são o "Dívida líquida/EBITDA", presente em aproximadamente 98% das debêntures analisadas e o indicador "EBITDA/Resultado Financeiro" que é empregado em cerca de 35% das debêntures, resultados que indicam uma crescente preferência por métricas relacionadas ao capital. A análise da relação entre a emissão de debêntures com *covenants* e o conservadorismo não indica um aumento no conservadorismo das empresas ao emitir debêntures com *covenants*. Isso sugere que, no contexto brasileiro, o aumento do conservadorismo pode não trazer benefícios claros para os credores, levando as empresas a não adotarem práticas contábeis conservadoras. Dessa forma, os resultados sugerem que no Brasil não há uma demanda clara por conservadorismo por parte dos credores ao conceder crédito, o que pode levar as empresas a buscarem outras estratégias para obter melhores condições de dívida. É importante destacar que o ambiente legal e institucional influencia o comportamento de credores e devedores no mercado de dívida. Portanto, os resultados são úteis para gestores e credores ao negociarem os termos dos contratos de dívida, especialmente em relação aos *covenants*. Quanto à análise sobre a redução do conservadorismo à medida que a empresa se aproxima de violar os *covenants*, os resultados não suportam a hipótese de que quanto menor a folga dos *covenants*, menor é o conservadorismo das empresas. No entanto, considera-se que as empresas podem ter incentivos variados em relação ao seu comportamento conservador e aos *covenants*, o que pode influenciar suas estratégias contábeis. Os resultados destacam a complexidade dessa relação e sugerem a necessidade de investigações mais detalhadas para compreender melhor essa dinâmica no contexto econômico brasileiro.

Palavras-chave: *covenant*; conservadorismo; debêntures.

ABSTRACT

The objective of this research is to analyze the relationship between accounting covenants in debenture contracts and the conservatism of companies listed in the Brazilian market from 2010 to 2023. To achieve this objective, 360 companies and 369 debenture contracts were analyzed. A descriptive and regression analysis was conducted using the model proposed by Basu (1997), with adaptations and operationalization of the model proposed by Nikolaev (2010). As a robustness test, the model proposed by Ball and Shivakumar (2006) was applied. It was observed that the main indicators used as accounting covenants are the "Net Debt/EBITDA" ratio, present in approximately 98% of the analyzed debentures, and the "EBITDA/Financial Result" ratio, employed in about 35% of the debentures. These results indicate a growing preference for capital-related metrics. The analysis of the relationship between debenture issuance with covenants and conservatism does not indicate an increase in conservatism by companies when issuing debentures with covenants. This suggests that, in the Brazilian context, increased conservatism may not provide clear benefits to creditors, leading companies to refrain from adopting conservative measures. Thus, the results suggest that in Brazil, there is no significant demand for conservative information from creditors when granting credit, prompting companies to seek other strategies to obtain better debt conditions. It is important to highlight that the legal and institutional environment influences the behavior of creditors and debtors in the debt market. Therefore, the results are useful for managers and creditors when negotiating the terms of debt contracts, especially concerning covenants. Regarding the analysis of the reduction in conservatism as the company approaches covenant violations, the results do not support the hypothesis that the smaller the covenant slack, the lower the conservatism of the companies. However, it is considered that companies may have varying incentives concerning their conservative behavior and covenants, which can influence their accounting strategies. The results underscore the complexity of this relationship and suggest the need for more detailed investigations to better understand this dynamic in the Brazilian economic context.

Keywords: covenant; conservatism; debentures.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Pesquisas sobre a influência dos <i>covenants</i> no conservadorismo das empresas ...	23
Quadro 2 – Características das Debêntures	27
Quadro 3 – Seleção amostral	28
Quadro 4 – Constructos da pesquisa	31

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas emissoras de debêntures por setor.....	33
Tabela 2 – Covenants utilizados nos contratos de debêntures	35
Tabela 3 – Incidência de covenant por contrato.....	37
Tabela 4 – Período de verificação dos <i>covenants</i>	37
Tabela 5 – Condição para ocorrência da violação.....	38
Tabela 6 – Quórum mínimo para deliberar em Assembleia Geral de Debenturistas .	39
Tabela 7 – Estatística descritiva das variáveis	40
Tabela 8 – Matriz de correlação de Pearson e Spearman.....	41
Tabela 9 – Relação entre <i>covenants</i> e conservadorismo modelo de Basu (1997).....	42
Tabela 10 – Relação entre folga e conservadorismo modelo de Basu (1997)	43
Tabela 11 – Relação entre <i>covenants</i> e conservadorismo modelo de Ball e Shivakumar (2006)	45
Tabela 12 – Relação entre folga e conservadorismo modelo de Ball e Shivakumar (2006)	47
Tabela 13 – Janela de dois anos a partir do modelo de Basu (1997)	48
Tabela 14 - Janela de dois anos a partir do modelo de Ball e Shivakumar (2006)	49

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	2
1.1 OBJETIVO	6
1.2 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES	6
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	9
2.1 O PAPEL DO CONSERVADORISMO NA CONTRATAÇÃO DE DÍVIDA	9
2.2 O USO DE <i>COVENANTS</i> NOS CONTRATOS DE DÍVIDA	14
2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA	21
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	26
3.1 DADOS E AMOSTRA.....	26
3.3 VARIÁVEIS E MODELOS	29
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	32
4.1 ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DOS <i>COVENANTS</i> CONTÁBEIS EM CONTRATOS DE DEBÊNTURES	32
4.2 ANÁLISES DA RELAÇÃO ENTRE <i>COVENANTS</i> E CONSERVADORISMO.....	40
4.2.1 Resultados Principais	40
4.2.2 Análise de Robustez	45
4.2.3 Testes adicionais.....	48
5 CONCLUSÕES	50
REFERÊNCIAS	55
APÊNDICE A – ACESSO AOS CONTRATOS DE DEBÊNTURES	62

1 INTRODUÇÃO

O cenário econômico do mercado de dívida corporativa no Brasil leva diversas empresas a escolherem debêntures como uma alternativa para financiar seu capital (Ferreira *et al.*, 2022). As debêntures representam títulos mobiliários que refletem dívidas de médio e longo prazo, conferindo aos credores (debenturistas) o direito de crédito em relação à empresa emissora, conforme estabelecido pela Lei n. 6.404 de 1976. O credor concede um empréstimo à empresa, e esta, por sua vez, se compromete a restituir ao credor o valor principal investido acrescido de juros. O contrato de dívida, conhecido como escritura de emissão, detalha as características da emissão das debêntures, os direitos dos debenturistas e as obrigações da empresa emissora.

As informações contábeis são uma ferramenta valiosa para proteger o interesse dos credores, pois são fontes confiáveis de informações sobre o desempenho da empresa e do gestor (Christensen *et al.*, 2016; Zhong & Li, 2016). Dessa forma, os credores de dívida utilizam as demonstrações financeiras para tomar decisões sobre empréstimos e para monitorar a dívida (Donelson *et al.*, 2017). Para aumentar a eficiência contratual, os contratos de dívida incluem cláusulas que se baseiam na contabilidade como forma de mitigar custos de agência decorrentes do conflito de interesses entre credores e devedores (Albanez & Schiozer, 2022; Christensen *et al.*, 2016). Essas cláusulas são conhecidas como *covenants*, os *covenants* são classificados em duas categorias principais: *covenants* contábeis e *covenants* não contábeis (Konraht & Vicente, 2019).

Os *covenants* não contábeis são baseados em atividades operacionais e administrativas da organização com objetivo de evitar que a administração da empresa tome decisões que colocariam em risco o direito dos credores (Konraht & Vicente, 2019). Por outro lado, os *covenants* contábeis estabelecem limites em métricas financeiras acordadas com o objetivo de limitar a capacidade dos administradores de realizar ações que possam prejudicar o cumprimento das obrigações e responsabilizar o devedor caso ele enfrente obstáculos para cumprir o contrato (Beiruth *et al.*, 2017).

O uso de *covenants* em contratos de dívida pode afetar a escolha entre diferentes métodos contábeis pelas empresas, o que gera implicações econômicas devido ao impacto da informação contábil (Christensen *et al.*, 2016). A contabilidade é utilizada para representar as condições econômicas das empresas e as políticas contábeis associadas à forma como as informações financeiras são refletidas nas demonstrações contábeis são relevantes para os credores, visto que afetam sua segurança financeira (Ball *et al.*, 2008).

O conservadorismo é uma prática contábil em que as perdas econômicas e os ganhos econômicos são incorporados assimetricamente nas demonstrações contábeis (Zhong & Li, 2016). Basu (1997) define o conservadorismo como uma prática contábil que reduz os lucros e o patrimônio líquido quando há más notícias, mas não aumenta os lucros ou o patrimônio líquido quando há boas notícias. Ball e Shivakumar (2006) complementam esse entendimento do conservadorismo ao categorizá-lo em dois tipos distintos: conservadorismo condicional e conservadorismo incondicional.

O conservadorismo incondicional refere-se a uma abordagem contábil onde são consideradas perdas imediatas potenciais, independentemente de haver ou não informações específicas disponíveis sobre essas perdas, o que implica na subavaliação predeterminada dos ativos e a superavaliação dos passivos (Ball & Shivakumar, 2006). A abordagem do conservadorismo condicional contempla um sistema contábil que antecipa todas as perdas, mas não reconhece ganhos até que sejam realizados (Basu, 1997; Ball & Shivakumar, 2006). O reconhecimento está condicionado ao recebimento de notícias e a oportunidade do reconhecimento está condicionada ao conteúdo das notícias recebidas.

Esta pesquisa trata-se apenas do conservadorismo condicional e na sua relação com a eficiência na contratação da dívida. A pesquisa de Sunder *et al.* (2018) fornece evidências empíricas de que o conservadorismo incondicional diminui a eficiência da contratação de dívida, pois reduz o valor das informações para o monitoramento dos credores. Por outro lado, o conservadorismo condicional é importante para os credores, pois beneficia o monitoramento da dívida e reduz os custos de agência (Sunder *et al.*, 2018).

Para os credores, o conservadorismo em contratos de dívida com *covenants* é relevante para proteger seus interesses, pois intensifica o papel dos *covenants* na sinalização oportuna do risco de inadimplência dos devedores (Zhang, 2008). Dessa forma, os *covenants* servem como um sinal de alerta precoce para os credores, auxiliando no monitoramento da dívida e na redução de riscos. Os *covenants* se tornam mais efetivos quando as informações contábeis são conservadoras, pois o conservadorismo acelera a violação dos *covenants* e faz com que os credores exerçam direitos de controle (Zhong & Li, 2016). Os devedores que adotam práticas contábeis conservadoras tendem a ser beneficiados com melhores condições de dívida e com *covenants* menos restritivos, o que aumenta a flexibilidade na estrutura de capital da empresa (Donelson *et al.*, 2017).

A pesquisa de Beatty *et al.* (2008) sugere que, quando há uma probabilidade maior de os credores exigirem um nível mais elevado de conservadorismo nos relatórios financeiros, o devedor tende a elaborar relatórios mais conservadores. Aier *et al.* (2014) evidenciaram que

há uma relação causal direta entre a demanda dos devedores e o conservadorismo contábil. Eles sugerem que é a demanda dos devedores por conservadorismo que resulta no aumento do conservadorismo contábil, e não o contrário. Os credores avaliam o nível de conservadorismo dos devedores a partir de padrões de *accruals* conservadores nas demonstrações contábeis, e para um devedor com menor conservadorismo os credores tendem a exigir *covenants* mais restritivos (Donelson *et al.*, 2017).

Em geral, pesquisas indicam que a emissão de dívida com *covenant* influencia o nível de conservadorismo das empresas (Abdurrahman *et al.*, 2020; Chen *et al.*, 2022; Franke & Muller, 2019; Houaneb *et al.*, 2021; Kim, 2020; Nikolaev, 2010). No entanto, a maior parte das evidências concentra-se nos Estados Unidos, o que limita a generalização para mercados emergentes, uma vez que as características legais e institucionais dos países podem afetar a procura pelo conservadorismo dos credores.

A proteção dos credores e o *enforcement* legal do país influenciam a demanda dos credores por conservadorismo (Bushman & Piotroski, 2006) e os termos dos empréstimos concedidos (Qian & Strahan, 2007). Os credores podem gerenciar melhor o risco do devedor quando sabem que seu poder de negociação e de reembolso da dívida serão respaldados pelo sistema legal e institucional (Aghamolla & Li, 2018; Qian & Strahan, 2007). A pesquisa de Aghamolla e Li (2018) mostra que a demanda por conservadorismo em contratos de dívida com *covenants* tende a ser maior em países com um sistema jurídico robusto, pois facilita uma execução eficiente dos contratos (Bushman & Piotroski, 2006). Além disso, a presença de um *enforcement* legal sólido e a proteção dos credores do país reduzem a necessidade de *covenants* para proteger os devedores (Li *et al.*, 2022). No entanto, o mercado de crédito brasileiro apresenta baixa proteção aos direitos dos credores e baixo *enforcement* legal (Hong *et al.*, 2016; Albanez & Schiozer, 2022).

Conforme Garcia Lara *et al.* (2020), o conservadorismo é vantajoso em situações em que os gestores tenham incentivos e capacidade para gerenciar resultados. Os autores constataram que empresas conservadoras têm níveis mais baixos de gerenciamento de resultados baseados em *accruals*. Isso ocorre porque o conservadorismo torna custoso para os gestores distorcerem os verdadeiros lucros da empresa nos relatórios contábeis, o que, por sua vez, restringe seu comportamento oportunista na apresentação dos resultados financeiros (Garcia Lara *et al.*, 2014; Garcia Lara *et al.*, 2020).

O gerenciamento de resultados refere-se às decisões tomadas por gestores em relação às políticas contábeis ou ações reais que impactam os lucros, visando alcançar objetivos específicos de lucros relatados (Scott, 2015). Essas decisões podem ser direcionadas tanto

para aumentar quanto para diminuir os lucros, dependendo das metas e circunstâncias da empresa. Por outro lado, o conservadorismo contábil, conforme destacado por Basu (1995), é um conjunto de princípios contábeis que antecipa o reconhecimento de perdas e despesas, mas só reconhece ganhos quando estes são realizados. O conservadorismo ajusta os lucros apenas para baixo, buscando sempre a maior prudência na apresentação dos resultados financeiros.

No Brasil, as pesquisas sobre a qualidade das informações contábeis e o uso de *covenants* têm se concentrado no gerenciamento de resultados. Os resultados variam conforme a natureza dinâmica dos negócios e as potenciais mudanças no ambiente (Silva, 2008). Silva (2008) não encontrou evidências que respaldassem a utilização do gerenciamento de resultados como uma estratégia para evitar violações de *covenants*. Jost *et al.* (2021) observam que os *covenants* não estão associados ao gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais das empresas brasileiras.

No entanto, evidências sugerem que as empresas brasileiras têm adotado práticas de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários *ex ante* violações de *covenants* (Duarte *et al.*, 2020; Konraht & Colauto, 2020; Oliveira *et al.*, 2020). Os achados indicam que à medida que as empresas se aproximam da violação dos *covenants*, os gestores tendem a recorrer ao gerenciamento de resultados para aumentar os lucros. A pesquisa realizada por Lopes e Almeida (2020) constatou que a implementação da ICVM n. 527/12 teve um efeito positivo sobre o nível de gerenciamento de resultados para as empresas sujeitas a *covenants* com base no indicador lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA).

A violação de um *covenant* constitui um descumprimento legal, onde o credor pode tomar medidas para proteger seus interesses. Essas medidas incluem solicitar à empresa que acelere o pagamento, entrar com uma ação judicial ou até mesmo reduzir a linha de crédito existente e não utilizada (Jha, 2013). Roberts (2015) evidenciou que é comum que os *covenants* sejam renegociados frequentemente ao longo da dívida antes da violação. A renegociação de *covenants ex ante* violação gera incentivos para que os gestores gerenciem seus lucros visando melhorar sua posição de negociação.

Jha (2013) constatou que empresas enfrentando dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus lucros para baixo, com o objetivo de garantir que os credores concordem com termos menos restritivos. E empresas financeiramente sólidas adotam a estratégia oposta, gerenciando seus lucros para cima durante esse período, visando potenciais benefícios e isenções. A pesquisa de Eça (2023) evidenciou que as empresas brasileiras enfrentando dificuldades tendem a gerenciar seus resultados para baixo nos trimestres que antecedem as

renegociações. No entanto, o estudo não encontrou evidências de que empresas em situação financeira sólida adotam práticas de gerenciamento de resultados antes das renegociações (Eça, 2023).

O estudo de Kim (2020) revelou que empresas americanas, quando se aproximam da violação de seus *covenants*, tendem a diminuir seu nível de conservadorismo. Essas descobertas sugerem que os gestores podem adotar uma postura mais conservadora para garantir melhores condições de dívida antes da emissão. No entanto, quando se aproximam da violação dos *covenants*, podem optar por ajustar seu nível de conservadorismo em busca de vantagens na renegociação.

A demanda dos credores por conservadorismo é respaldada por diversas evidências empíricas, as quais indicam que o conservadorismo desempenha um papel relevante na eficiência da contratação de dívidas (Aier *et al.*, 2014; Aghamolla & Li, 2018; Beatty *et al.*, 2008; Zhang, 2008). No entanto, ainda não existe um consenso claro sobre a influência dos *covenants* nas práticas de conservadorismo adotadas pelas empresas especialmente em ambientes jurídicos menos favoráveis aos credores (Abdurrahman *et al.*, 2020; Kim, 2020). Diante dessa lacuna, a pesquisa proposta levanta a seguinte questão: qual é a relação entre os *covenants* contábeis presentes nos contratos de debêntures e o conservadorismo de companhias no mercado brasileiro?

1.1 OBJETIVO

O objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre os *covenants* contábeis em contratos de debêntures e o conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro no período de 2010 a 2023.

1.2 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

No mercado de capitais brasileiro, as ofertas de debêntures têm um volume de recursos financeiros significativamente superior em comparação com as ações e outros títulos emitidos pelas empresas brasileiras (Paulo *et al.*, 2012). Dados apontam que a captação de debêntures pelas empresas no Brasil alcançou R\$ 236,3 bilhões em 2023 (ANBIMA, 2023). Segundo informações da B3, em dezembro de 2023, as debêntures representavam 14,9% da dívida líquida total das empresas listadas na bolsa brasileira, totalizando R\$ 977,6 bilhões nos balanços dessas empresas (B3, 2023). Apesar dessa relevância, há poucos estudos que

investigam o impacto de títulos de dívida emitidos no mercado de capitais nos relatórios financeiros das empresas de capital aberto no Brasil.

O financiamento por meio de dívida é essencial para impulsionar o crescimento das empresas, e as informações contábeis são consideradas importantes para os credores nas decisões de conceder crédito para as empresas e estabelecer *covenants* (Donelson *et al.*, 2017). Os credores demandam informações contábeis conservadoras por parte dos devedores, uma vez que o conservadorismo auxilia na avaliação da adequação dos ativos para o reembolso da dívida e na mitigação dos problemas de agência, consequentemente diminuindo o risco de crédito associado a dívida (Aghamolla & Li 2018; Aier *et al.* 2014; Donelson *et al.*, 2017; Sunder *et al.*, 2018).

A obtenção de dívida influencia as práticas contábeis das empresas, visto que o nível de conservadorismo da empresa pode influenciar na definição e negociação dos *covenants* (Sunder *et al.*, 2018). Empresas mais conservadoras tendem a obter *covenants* menos restritivos, conferindo uma vantagem aos devedores ao proporcionar maior flexibilidade na estrutura de capital da empresa (Donelson *et al.*, 2017).

Os *covenants* são mecanismos importantes, estão presentes na maioria dos contratos de dívida, e suas características são consistentes com considerações da eficiência de contratação (Franke & Muller, 2019). A eficiência dos *covenants* está associada ao nível de conservadorismo da empresa, pois intensifica seu papel de monitorização e sinalização, bem como execução dos direitos de controle dos credores (Zhong & Li, 2016).

Dessa forma, surge o interesse de investigar como a emissão de dívida com *covenants* influencia as práticas contábeis conservadoras das empresas (Aghamolla & Li, 2018; Franke & Muller, 2019; Penalva & Wagenhofer, 2019; Zhong & Li, 2016). As evidências sobre as mudanças no conservadorismo após a emissão de dívidas com *covenants* ainda são ambíguas (Abdurrahman *et al.*, 2020; Kim, 2020) e os títulos de dívida emitidos no mercado de capitais oferecem um cenário interessante para investigar essa relação (Franke & Muller, 2019; Nikolaev, 2010).

A assimetria de informação entre credores e devedores é mais grave em títulos de dívida emitidos no mercado de capitais, tornando o conservadorismo mais eficaz na redução dessa assimetria (Haw, 2014). Isso porque a partir da dívida privada os credores tem acesso a informações extras sobre a empresa. Para os credores de títulos de dívida emitidos no mercado de capitais, a ausência de informações privadas e a diversificação da propriedade da dívida podem levar a uma maior demanda por relatórios conservadores.

A investigação sobre contratos de dívida que incorporam *covenants* e sua interação com os relatórios financeiros destaca a contínua importância da contratação de dívida como um componente fundamental na pesquisa em contabilidade financeira. A Estrutura Conceitual estipula que os relatórios financeiros devem atender às exigências dos provedores de capital, e os pesquisadores desempenham um papel relevante ao fornecer evidências relacionadas às demandas desses usuários (Cascino *et al.*, 2014).

Brito e Martins (2013) identificaram que antes da adoção das normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS), no Brasil, a adoção de políticas conservadoras não resultava na diminuição do custo do crédito bancário para as empresas no Brasil. Os autores Paulo *et al.* (2012) constataram, também antes da adoção das IFRS, que o conservadorismo das empresas brasileiras não aumentava com a emissão de debêntures. No entanto, Schlup *et al.* (2022) evidenciaram que o nível de conservadorismo das empresas brasileiras aumentou após as IFRS. Logo, a pesquisa complementa esses estudos, fornecendo evidências se houve mudanças na relação entre emissão de dívida e o conservadorismo das empresas brasileiras.

A pesquisa tem implicações para os mercados de dívida e para as empresas que buscam financiamento por meio de dívida. Os resultados fornecem evidências relevantes aos gestores e credores no momento de negociar os termos dos contratos de dívida, no que se refere aos *covenants*. A relação positiva entre o conservadorismo e a utilização de *covenants*, indica que os credores no Brasil demandam informações conservadoras ao conceder crédito, o que incentiva as empresas a aumentarem seu conservadorismo para obter *covenants* menos restritivos (Donelson *et al.*, 2017).

Os resultados deste estudo garantem uma compreensão mais clara de como as empresas adotam estratégias conservadoras ao emitir dívidas com *covenants*, o que beneficia a tomada de decisão informada dos credores ao conceder crédito e fornece incentivos adicionais para que os credores exijam informações mais conservadoras dos devedores. Dessa forma, contribui para a tomada de decisão dos credores no que se refere a redução de assimetria da informação de problemas de agência em contratos de dívida. Esses achados são relevantes para fortalecer a base de evidências relacionadas à eficiência na contratação (Emanuel *et al.*, 2013).

Por outro lado, a verificação de que empresas mais próximas de violar seus *covenants* reduzem seu conservadorismo, pode alertar os credores sobre possíveis problemas de risco de crédito e incentivar a adoção de medidas de prevenção e mitigação de riscos. Para os credores, o conhecimento de que as empresas reduzem seu conservadorismo *ex ante* violação pode ser relevante ao definir as condições de renegociação da dívida. A pesquisa contribui para a

literatura sobre gerenciamento dos resultados e *covenants*, pois evidencia como as empresas alteram suas estratégias referente a práticas contábeis conservadoras em decorrência de possíveis violações e renegociação de *covenants*.

O Brasil é representativo entre as economias emergentes devido ao tamanho de sua economia e suas características institucionais são comparáveis a outras economias emergentes (Albanez & Schiozer, 2022). Bansal (2023) argumenta que os incentivos do mercado de crédito podem ser ainda mais fortes em economias emergentes. No entanto, o nível de conservadorismo adotado pelas empresas é menor para países emergentes, como o Brasil (Machado & Rover, 2023). Dessa forma, torna-se interessante analisar se a relação entre a emissão de dívida com *covenants* no Brasil se difere das outras economias investigadas em pesquisas anteriores.

A literatura empírica sobre as implicações dos *covenants* em mercados emergentes está em crescimento (Albanez & Schiozer, 2022; Taylor, 2013). No Brasil, até o presente momento, não foi encontrado nenhum estudo que analisasse a relação entre os *covenants* em contratos de dívida e o conservadorismo. Dessa forma, a pesquisa contribui para o debate sobre a demanda dos credores de conservadorismo e o papel dos *covenants* como dispositivos de sinalização para mitigar a problemas de agência em contratos de dívida (Albanez e Schiozer 2022; Paulo *et al.*, 2012; Nikolaev, 2010).

Ademais, a análise das políticas contábeis no contexto da dívida pode aprofundar o entendimento sobre o impacto da qualidade da contabilidade do devedor na contratação de dívida, especialmente em ambientes com fraco *enforcement* legal e menor proteção aos direitos dos credores, como observado no cenário brasileiro (Hong *et al.*, 2016; Albanez & Schiozer, 2022). Essas análises oferecem perspectivas relevantes sobre as práticas contábeis e seu papel crucial na dinâmica das relações de crédito, especialmente em ambientes jurídicos menos favoráveis aos credores.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 O PAPEL DO CONSERVADORISMO NA CONTRATAÇÃO DE DÍVIDA

O processo contábil opera sob o regime de competência, o que significa que os resultados da empresa são divididos entre realizados e não realizados. A parcela realizada é reconhecida no resultado por meio dos fluxos de caixa, enquanto a parte não realizada é mais subjetiva e exige previsão (Zhong & Li, 2016). A forma como a parcela não realizada é

reconhecida nas demonstrações financeiras afeta as características contábeis e é relevante para os usuários (Zhong & Li, 2016). O conservadorismo é um princípio contábil que trata da forma como os resultados não realizados são reconhecidos nas demonstrações financeiras (Zhong & Li, 2016).

A parte não realizada do valor econômico pode ser dividida em “boas notícias” e “más notícias”, em que as boas notícias representam fluxos de caixa esperados positivos, enquanto as más notícias indicam fluxos de caixa esperados negativos. Basu (1997) define o conservadorismo como uma prática contábil que reduz os lucros e o patrimônio líquido quando há más notícias, mas não aumenta os lucros ou o patrimônio líquido quando há boas notícias. Essa prática busca refletir uma imagem mais prudente e cautelosa da saúde financeira da empresa, especialmente em face de incertezas e riscos potenciais.

Essa definição destaca como o lucro contábil incorpora assimetricamente perdas econômicas em relação aos ganhos econômicos (Zhong & Li, 2016). Ball e Shivakumar (2006) complementam o entendimento do conservadorismo contábil ao categorizá-lo em dois tipos distintos: conservadorismo condicional e conservadorismo incondicional.

O conservadorismo incondicional refere-se a uma abordagem contábil onde são consideradas perdas imediatas potenciais, independentemente de haver ou não informações específicas disponíveis sobre essas perdas (Zhong & Li, 2016). Por exemplo, no caso de despesa relacionada ao custo de ativos intangíveis gerados internamente, isso implica que, mesmo na ausência de evidência clara de uma perda imediata, a empresa registra essa despesa como uma medida cautelar, presumindo que o valor dos ativos intangíveis possa ter diminuído (Zhong & Li, 2016).

A abordagem do conservadorismo incondicional opta pelo reconhecimento do valor mais baixo entre as opções disponíveis para os ativos e o valor mais alto para os passivos (Zhong & Li, 2016). Isso resulta na subavaliação predeterminada dos ativos e a superavaliação dos passivos (Ball & Shivakumar, 2006). Sua principal motivação reside em custos legais e questões fiscais (Ball & Shivakumar, 2006; Fullana *et al.*, 2021; Xie, 2015).

Já o conservadorismo condicional refere-se a um maior grau de verificação para reconhecer "boas notícias", que são reconhecidas gradualmente ao longo do tempo, enquanto "más notícias" são registradas pontualmente no período atual (Zhong & Li, 2016). O reconhecimento está condicionado ao recebimento de notícias e a oportunidade do reconhecimento está condicionada ao conteúdo das notícias recebidas.

Dessa forma, os gestores divulgam oportunamente más notícias nos resultados financeiros, enquanto as boas notícias são comunicadas por meio de canais alternativos, como

notas explicativas das demonstrações financeiras, o que incentiva os usuários a utilizar informações qualitativas e outros recursos para avaliar o desempenho presente e futuro das empresas (Garcia Lara *et al.*, 2014).

Os órgãos reguladores contábeis se opuseram à ideia de conservadorismo, priorizando a neutralidade contábil (Garcia Lara *et al.*, 2014). Esta controvérsia centraliza-se na influência do conservadorismo na apresentação dos dados financeiros, com alegações de que pode distorcê-los e resultar em informações menos fidedignas à realidade financeira (Fullana *et al.*, 2021).

No entanto, a controvérsia decorre da complexidade das empresas e seus ambientes econômicos, considera-se que a eficácia do conservadorismo depende de variáveis como o contexto específico e o ciclo de investimento (Ahmed *et al.*, 2002). O conservadorismo desempenha um papel crucial na mitigação de riscos e na proteção dos interesses de investidores e credores, portanto, a controvérsia persiste, e a eficácia do conservadorismo continua sendo um tópico de debate na comunidade contábil e acadêmica (Ahmed *et al.*, 2002).

Credores e acionistas têm interesses distintos em relação à informação financeira (Ball *et al.*, 2008). A contabilidade desempenha dois papéis essenciais, nomeadamente a "avaliação" e a "contratação" (Li *et al.*, 2022). Na função de avaliação a contabilidade é crucial para mitigar assimetrias de informação entre agente e principal, exigindo que os relatórios financeiros incorporem as projeções dos gestores, contribuindo para decisões de investimento e avaliação (Li *et al.*, 2022).

Por outro lado, a função de contratação envolve o uso das demonstrações financeiras em contratos, orientados para o acompanhamento e gestão de recursos após o investimento na empresa (Cascino *et al.*, 2014). Os investidores podem preferir informações financeiras que capturem o desempenho de curto prazo da empresa, enquanto os credores podem priorizar a estabilidade financeira a longo prazo (Ball *et al.*, 2008). O conservadorismo é frequentemente preferido em contextos de contratação, enquanto a neutralidade geralmente é mais apropriada para fins de avaliação (Cascino *et al.*, 2014).

Sunder *et al.* (2018) examinam o impacto do conservadorismo contábil na estruturação de contratos de dívida. Os autores observam que um nível mais elevado de conservadorismo condicional nas demonstrações financeiras do devedor está correlacionado a melhores condições de dívida. O estudo também mostra que o conservadorismo incondicional não está associado a condições de dívida mais favoráveis, contribuindo assim para a diminuição da

eficiência na contratação ao reduzir o valor de monitoramento para os credores. Por esses motivos, nesta pesquisa iremos tratar apenas do conservadorismo condicional.

Penalva e Wagenhofer (2019) argumentam que uma das principais razões para a existência do conservadorismo é sua utilidade na contratação de dívida. O conservadorismo é visto como um mecanismo para fornecer informações mais confiáveis aos investidores e credores, evitando um viés excessivamente otimista nas demonstrações contábeis (Paulo *et al.*, 2012). Cascino *et al.* (2014) salienta que a literatura contábil muitas vezes subestima o papel da contratação da informação em comparação com o papel nas decisões financeiras. A partir de uma amostra composta por 78.949 empresas de 22 países, Ball *et al.* (2008) evidenciam que os mercados de dívida, em vez dos mercados de ações, moldam o conservadorismo contábil e destacam a relevância do papel contratual dos relatórios financeiros.

A Teoria da Contratação Eficiente tem como foco a análise do papel das informações contábeis na redução dos conflitos entre as partes envolvidas em um contrato, permitindo uma contratação e administração mais eficazes (Scott, 2015). A literatura apresenta resultados variados sobre a desejabilidade do conservadorismo, dependendo do problema de agência subjacente, das informações disponíveis e do contexto contratual (Penalva & Wagenhofer, 2019). Distintas demandas por informações contábeis podem afetar a forma como os contratos de dívida são estruturados e como os gestores são incentivados a agir de acordo com os interesses dos credores (Cascino *et al.*, 2014).

A pesquisa de Zhang (2008) apresenta evidências de que o conservadorismo traz benefícios tanto para os credores quanto para os devedores durante o processo de contratação de dívidas. Para os credores, o conservadorismo contábil tende a acelerar a violação de *covenants* e auxilia os credores na mitigação do risco de inadimplência, permitindo que tomem medidas de proteção de forma oportuna. Para os devedores, relatórios contábeis mais conservadores podem reduzir o risco percebido pelos credores e, como resultado, os credores podem exigir taxas de juros mais baixas e melhores condições de dívida, beneficiando assim os devedores no cenário econômico.

Os resultados do estudo de Beatty *et al.* (2008) indicam que, quando há uma probabilidade maior de os credores buscarem um nível mais elevado de conservadorismo nos relatórios financeiros, o devedor tende a elaborar relatórios mais conservadores. Essa constatação está alinhada com a necessidade de adotar práticas conservadoras de relatórios e ajustes contratuais para atender às exigências dos credores por conservadorismo.

Com o intuito de determinar se o conservadorismo é de fato uma exigência dos detentores de dívidas, Aier *et al.* (2014) investigaram um evento jurídico significativo para identificar uma relação causal entre a demanda dos detentores de dívidas e o conservadorismo contábil. Os resultados indicam que, em resposta ao aumento de suas responsabilidades fiduciárias para com os credores, os diretores das empresas sujeitas à decisão judicial influenciam os gestores a adotarem práticas contábeis mais conservadoras. Os autores estabelecem uma clara relação causal entre a demanda dos devedores e o conservadorismo contábil, sugerindo que a demanda dos devedores por conservadorismo leva ao conservadorismo contábil, e não o contrário.

Donelson *et al.* (2017) investigaram o papel do conservadorismo na tomada de decisões de crédito. Os autores mostraram que os credores avaliam o conservadorismo das empresas por meio de *accruals* relacionados a contas a receber, estoques e contas a pagar, em linha com o destaque dado à qualidade das provisões de capital de giro. Quando o conservadorismo é baixo os devedores tendem a negociar termos contratuais que reduzam o risco do empréstimo, como *covenants*, em vez de aumentarem as taxas de juros para compensar o aumento do risco.

No Brasil, Brito e Martins (2013) conduziram uma pesquisa, com informações contábeis de 1.300 empresas brasileiras durante o período de 2000 a 2008, juntamente com dados de aproximadamente 813 mil contratos de crédito bancário estabelecidos por essas empresas entre 2005 e 2009. Ao utilizar modelos econométricos que relacionam o custo do crédito a indicadores de conservadorismo e a várias variáveis de controle, não foram encontradas evidências de que a adoção de práticas conservadoras resulte em uma redução no custo do crédito no Brasil. Os autores argumentam que a eficácia dos contratos de crédito é afetada pelo baixo nível de proteção legal dos credores, o que diminui o interesse destes por tais práticas.

Ao investigar se as empresas brasileiras aumentavam seu nível de conservadorismo com a emissão de debêntures, Paulo *et al.* (2012) conduziram uma investigação empírica utilizando uma amostra composta por empresas que realizaram emissões debêntures entre os anos de 2000 e 2006. Os resultados indicam que as emissões de debêntures não têm um impacto significativo sobre os números contábeis, ou seja, não houve um aumento no conservadorismo das empresas relacionados à emissão dos títulos.

A pesquisa de Bushman e Piotroski (2006) destaca que as proteções dos credores incorporadas no direito societário, aliadas à eficiência e imparcialidade do sistema judicial, exercem uma influência significativa na promoção do conservadorismo contábil. Os autores

constataram que empresas sediadas em países com sistemas judiciais de alta qualidade tendem a adotar práticas mais conservadoras em comparação com aquelas em países com sistemas judiciais de baixa qualidade.

Machado e Rover (2023) ao realizar uma comparação entre o nível de conservadorismo de empresas dos países membros do G20, constataram que empresas sediadas em mercados desenvolvidos, onde a aplicação das normas contábeis é mais rigorosa em comparação com as economias emergentes, demonstraram maior conservadorismo nos resultados contábeis divulgados.

O ambiente institucional no Brasil não favorece a qualidade das informações contábeis nas demonstrações financeiras, o que resulta em demonstrações contábeis com baixo grau de conservadorismo (Brito & Martins, 2013). Em um ambiente contábil não conservador, os gestores podem adiar o reconhecimento das consequências negativas prejudicando a segurança dos credores (Garcia Lara *et al.*, 2014).

Schlup *et al.* (2022) evidenciaram que o nível de conservadorismo das empresas brasileiras aumentou após as IFRS. Também foi observado um aumento na suavização de resultados, contudo, esse aumento não está correlacionado com alterações no conservadorismo condicional. Surge o interesse de identificar se esse comportamento das empresas é consistente para o cenário de contratação de dívidas.

Os resultados de Aghamolla & Li (2018) indicam uma relação direta entre a o *enforcement* legal e a adoção de práticas conservadoras pelas empresas ao emitirem dívidas. Ao utilizar a implementação gradual de tribunais de recuperação de dívidas na Índia como um experimento natural, a pesquisa revelou que empresas sujeitas a uma execução mais eficiente dos contratos de dívida tendem a adotar uma contabilidade mais conservadoras. Esse comportamento é explicado pela crescente demanda por relatórios conservadores por parte dos credores. Com uma maior garantia de seus direitos, os credores estão mais aptos a tomar medidas em caso de violações de *covenants*, incentivando os devedores a renegociar após tais transgressões. Isso resulta na tendência das empresas devedoras para adotar práticas conservadoras com o objetivo de atender às demandas dos credores e evitar repercussões adversas decorrentes de violações de *covenants*.

2.2 O USO DE *COVENANTS* NOS CONTRATOS DE DÍVIDA

A situação financeira e econômica das empresas envolve não apenas a gestão financeira e operacional, mas também a administração da escassez de recursos (Coelho *et al.*,

2010). Para a sobrevivência e sucesso das empresas, é crucial garantir um processo eficiente de captação e alocação de recursos (Coelho *et al.*, 2010). Países emergentes enfrentam restrições ao uso desses mecanismos devido a riscos de credibilidade e baixa visibilidade dos retornos de investimentos (Aparecida *et al.*, 2022). Como resultado, pode ser necessário usar capital público para impulsionar seus investimentos, dessa forma, os mercados de títulos corporativos se tornaram uma fonte essencial de recursos para o setor privado (Aparecida *et al.*, 2022).

As debêntures são títulos de dívida emitidos por empresas privadas não bancárias, fazem parte da estratégia de estrutura de capital das empresas e sua emissão é influenciada por vários fatores, incluindo o tamanho da empresa, seu desempenho no mercado de ações e a busca por maximizar o valor para os acionistas. O crescimento do mercado de debêntures é essencial para o desenvolvimento econômico do Brasil, permitindo que as empresas captem recursos de longo prazo necessários para o crescimento, incluindo o lançamento de novos produtos, execução de projetos e aquisições de outras empresas (Matsumoto *et al.*, 2018).

A instrução CVM n. 476/2009 foi introduzida com o objetivo de reduzir os custos das ofertas públicas, o que aumentou consideravelmente as emissões realizadas pelas empresas. Nos anos posteriores à introdução da CVM n. 476/2009, o mercado brasileiro passou por uma significativa expansão. O papel das fontes de financiamento na composição da estrutura de capital das empresas foi relevante para maior expressividade do mercado de capitais (Tarantin Junior & Valle, 2015). É possível notar como alterações institucionais podem influenciar o financiamento e, conseqüentemente, os investimentos realizados pelas empresas (Bernardo *et al.*, 2018).

Conforme dados divulgados pela ANBIMA (2023), observa-se um notável crescimento do mercado de debêntures no Brasil. Essa expansão do mercado de debêntures pode ser atribuída a uma combinação de fatores econômicos e regulatórios, incluindo a queda das taxas de juros e mudanças nas políticas de subsídios, bem como ao aumento da demanda por fontes privadas de crédito por parte das empresas brasileiras (Aparecida *et al.*, 2022). O contrato de dívida, conhecido como escritura de emissão, detalha as características da emissão das debêntures, os direitos dos debenturistas e as obrigações da empresa emissora.

Um contrato é conceituado por Sunder (2001) como um acordo mútuo entre dois ou mais agentes econômicos, onde cada parte se compromete a realizar uma ação específica que seja relevante para a outra parte. Nesse contexto, as empresas buscam obter o capital necessário para conduzir suas operações e os credores têm como objetivo garantir o

reembolso dos recursos emprestados, juntamente com os juros resultantes da transação financeira (Beiruth *et al.*, 2017).

Christensen *et al.* (2016) argumentam que os contratos são naturalmente incompletos, pois as partes não podem prever todos os cenários futuros. Conseqüentemente, ocorrem comportamentos oportunistas e atrasos que prejudicam os incentivos para celebrar contratos (Christensen *et al.*, 2016). Esses conflitos podem levar a ações por parte das empresas que aumentam o risco de não reembolso para os credores (Guay, 2008). Para mitigar esses riscos, os credores necessitam de informações e condições precisas que os alertem sobre potenciais ações desfavoráveis dos gestores/acionistas e da capacidade de exercer influência sobre a empresa quando tais circunstâncias surgirem (Guay, 2008).

Os relatórios financeiros e os *covenants* desempenham papéis cruciais nesse processo (Guay, 2008). Enquanto os relatórios financeiros fornecem informações sobre a saúde financeira da empresa, os *covenants* estipulam os direitos de decisão dos credores em situações desfavoráveis para a empresa (Guay, 2008). *Covenants* são disposições contratuais estabelecidas antes da concessão do empréstimo (*ex-ante*) que definem as condições que a empresa devedora deve cumprir ao longo da vigência do contrato (*ex-post*). Estabelecem uma pré-atribuição dos direitos de controle aos credores para futuras renegociações em caso de eventos contingenciais, os quais não podem ser previstos no momento da contratação (Demerjian, 2017).

Os *covenants* são utilizados pelos credores para monitorar e garantir o cumprimento das obrigações, que funcionam como medidas de proteção contra possíveis decisões e riscos futuros referentes à empresa devedora (Albanez & Schiozer, 2022; Beiruth *et al.*, 2017). Isso assegura a continuidade da dívida nas condições acordadas, atuando como forma de eficiência contratual ao garantir a manutenção dos termos estabelecidos durante todo o período do contrato (Konraht & Vicente, 2019).

Os *covenants* desempenham duas funções principais no processo de contratação de dívidas. Em primeiro lugar, eles ajudam a diminuir os conflitos de interesses entre a empresa e seus credores. Esses conflitos podem surgir quando os administradores enfrentam dificuldades financeiras e podem ser tentados a tomar medidas que prejudicam o pagamento da dívida, como distribuir lucros desnecessários aos acionistas, emitir títulos de dívida prioritários ou investir em projetos de baixo retorno (Smith & Warner, 1979). Em segundo lugar, os *covenants* desempenham um papel relevante na redução da incerteza sobre a capacidade futura de pagamento da dívida pela empresa que está captando recursos (Demerjian, 2017).

Para viabilizar o acesso ao financiamento, os devedores estão dispostos a incluir *covenants* nos contratos de dívida (Cascino *et al.*, 2014). Isso garante as empresas termos contratuais mais vantajosos, estabelecendo compromissos antecipados que reduzem conflitos de interesse entre acionistas e credores (Albanez & Schiozer, 2022). Smith e Warner (1979) argumentam que, dado que as restrições impostas por esses acordos representam um custo para a empresa, elas devem proporcionar benefícios compensatórios. Segundo essa visão, os benefícios se traduzem na redução dos custos de agência, o que, por sua vez, resulta em uma diminuição do custo associado à dívida.

A amplitude dos *covenants* é aplicada em diversas áreas, o que destaca sua relevância. Na contabilidade, os *covenants* se referem a limitações para a empresa devedora a partir de indicadores calculados com dados contábeis. Em finanças, são utilizados para avaliar e gerenciar riscos, servindo como forma de monitoramento para os credores e transferindo direitos de decisão em caso de renegociação. No âmbito jurídico, são elementos utilizados em contratos, e seu uso está associado à proteção legal dos credores. Além disso, estão relacionados à psicologia, pois afetam as decisões e estratégias das partes envolvidas antes e depois da emissão da dívida.

A pesquisa sobre *covenants* foi impulsionada pelo trabalho de Smith e Warner (1979), ao estabelecer que *covenants* em contratos de dívida podem reduzir os custos associados ao conflito de interesses entre credores e acionistas e aumentar o valor da empresa. Reisel (2014) constata em seu estudo que os *covenants* são importantes para a contratação de dívida como forma de minimizar os custos de agência.

As mudanças ao longo do tempo em relação ao uso de *covenants* em contratos de dívida podem estar associadas à dinâmica em constante evolução nos mercados de dívida e na contratação de dívida (Taylor, 2013). Os padrões de adoção de *covenants* e as práticas de contratação divergem entre as jurisdições, refletindo disparidades nas instituições, nos sistemas legais, nas normas de divulgação financeira, nas regulamentações de proteção ao credor e em outras diretrizes de governança corporativa (Taylor, 2013).

Os *covenants* são geralmente classificados em duas categorias principais: *covenants* contábeis e *covenants* não contábeis (Konraht & Vicente, 2019). Os *covenants* não contábeis são baseados em atividades operacionais e administrativas da organização com objetivo de evitar que a administração da empresa tome decisões que colocariam em risco o direito dos credores (Konraht & Vicente, 2019). Por outro lado, os *covenants* contábeis são baseados em dados contábeis e estabelecem limites financeiros que a empresa deve manter durante a

vigência do contrato, como níveis mínimos de liquidez ou máximos de endividamento (Konraht & Vicente, 2019).

Os *covenants* contábeis monitoram aspectos financeiros da empresa, como liquidez, endividamento e desempenho econômico (Albanez & Schiozer, 2022; Beiruth *et al.*, 2017). Os credores realizam a análise de contas e índices com o objetivo de monitorar a capacidade de pagamento das empresas devedoras, visando prevenir a entrada em recuperação judicial ou falência. Isso permite aos credores controlar o risco de perda do crédito e tomar medidas de recuperação antes que a empresa entre em dificuldades financeiras graves (Konraht & Vicente, 2019).

Dessa forma, o uso de *covenants* evita que os compromissos contratuais não sejam cumpridos, o que acarretaria perdas financeiras para os credores (Beiruth *et al.*, 2017). Como resultado, os credores são mais propensos a oferecer taxas de juros mais baixas, aumentar os limites de empréstimo e conceder vencimentos mais longos aos devedores, já que os riscos envolvidos na operação financeira são reduzidos (Houaneb *et al.*, 2021). Portanto, a informação contábil desempenha um papel fundamental de eficiência contratual (Christensen *et al.*, 2022).

Conforme Demerjian (2011) e Christensen e Nikolaev (2012), os *covenants* contábeis podem ser categorizados em duas classes: *covenants* de desempenho e *covenants* de capital. Os *covenants* de desempenho utilizam dados da Demonstração do Resultado e dos Fluxos de Caixa para monitorar o desempenho contínuo do devedor. Por outro lado, os *covenants* de capital são baseados na estrutura patrimonial, fazendo uso das informações do Balanço Patrimonial. Enquanto os *covenants* de desempenho têm como objetivo a supervisão do desempenho em andamento do devedor, os *covenants* de capital são projetados para proteger os interesses dos credores, estipulando que os devedores mantenham uma reserva de capital de segurança (Christensen & Nikolaev, 2012; Penalva & Wagenhofer, 2019).

Cada classe desempenha um papel específico na contratação de dívida, permitindo aos credores avaliar a capacidade de pagamento da empresa e o valor mínimo recuperável em caso de liquidação (Demerjian, 2011; Christensen & Nikolaev, 2012). A escolha de cláusulas e características específicas depende das circunstâncias individuais do devedor, e os contratos de dívida levam em consideração esses elementos, incluindo custos associados à contratação (Penalva & Wagenhofer, 2019).

A demonstração de resultados informa sobre o desempenho atual da empresa, indicando sua capacidade de gerar fluxos de caixa para pagar a dívida (Demerjian, 2011). Os *covenants* de desempenho frequentemente se baseiam em indicadores de lucratividade e

eficiência das demonstrações financeiras, geralmente em medidas de lucros ajustadas, como EBIT (lucro antes dos juros e tributos) e EBITDA que são menos afetadas por mudanças nos princípios contábeis (Cascino *et al.*, 2014; Christensen & Nikolaev, 2012; Dyreng *et al.*, 2017). Esses *covenants* atuam como mecanismos de mitigação de risco relacionado à incerteza sobre o desempenho futuro da empresa, permitindo a renegociação dos termos do contrato de dívida se o desempenho da empresa não atender às expectativas iniciais dos credores, o que é crucial em empréstimos mais arriscados devido à deterioração do desempenho da empresa (Christensen & Nikolaev, 2012).

O Balanço Patrimonial apresenta informações sobre o valor dos ativos e passivos da organização, o que o torna útil para os credores estimarem o valor mínimo possível de ser recuperado em caso de uma liquidação ordenada da empresa (Demerjian, 2011). Os *covenants* de capital são utilizados para alinhar os interesses dos acionistas e credores, exigem que os acionistas mantenham um volume mínimo de recursos próprios investidos na empresa para cobrir dívidas com terceiros (Christensen & Nikolaev, 2012). Isso faz com que uma parte maior da riqueza dos acionistas esteja vinculada ao risco da organização, incentivando os acionistas a monitorar as ações dos gestores da empresa (Christensen & Nikolaev, 2012).

Demerjian (2011) identificou uma diminuição no uso de *covenants* baseados no balanço em contratos de dívida, enquanto as cláusulas centradas na demonstração de resultados continuaram amplamente utilizadas. Essa mudança ocorreu devido a normas contábeis que aumentaram estimativas e julgamentos, levando a imprecisões nos valores de ativos e passivos (Demerjian, 2011). Ganhos e perdas de valor justo são afetados por flutuações temporárias nos fluxos de caixa, tornando-os imprecisos para prever o pagamento de dívidas (Li *et al.*, 2022). Portanto, as IFRS reduzem a eficiência do balanço patrimonial para os credores, levando à redução de *covenants* de capital (Demerjian, 2011; Li *et al.*, 2022).

Beiruth *et al.* (2017) investigaram a estrutura dos *covenants* a partir dos contratos de debêntures durante a adoção das IFRS no Brasil no período de 2008 a 2014. Os resultados sugerem um aumento do uso de *covenants* não contábeis, mas não encontraram maior incidência de *covenants* contábeis. Os autores apontam que os achados podem estar associados a uma maior insegurança por parte dos credores em decorrência da maior incidência de julgamentos no novo cenário contábil.

Albanez e Schiozer (2022) realizaram uma análise descritiva dos *covenants* a partir das notas explicativas das companhias abertas brasileiras de 2007 a 2018. Os autores identificaram um aumento significativo na incidência de *covenants* contábeis, onde os

covenants Dívida Líquida/Ebitda e Ebitda/Resultado Financeiro, representam mais da metade das observações de *covenants*. Foi constatado que, em média, as empresas estão distantes de ultrapassar os limites estabelecidos para a quebra do *covenant* e é comum que as empresas renegociem os contratos de dívida estabelecidos antes da quebra de tais cláusulas.

Konraht e Vicente (2019) avaliaram as características dos *covenants* em debêntures de 2010 a 2015. Foi evidenciado que o indicador Dívida líquida/EBITDA é empregado em cerca de 82% das debêntures e o indicador EBITDA/Resultado Financeiro é utilizado em aproximadamente 44% das debêntures que possuem algum tipo de *covenant* contábil. Os autores argumentam que há um consenso aparente no mercado financeiro quanto aos indicadores contábeis empregados para monitorar o risco das empresas emissoras de debêntures, especialmente no que diz respeito ao acompanhamento do desempenho econômico das empresas por meio de *covenants* de desempenho.

Quando uma empresa não consegue manter seus indicadores financeiros dentro dos limites estabelecidos pelos *covenants* contábeis, ocorre uma violação técnica da dívida (Taylor, 2013). A violação resulta em consequências negativas para a empresa, visto que aumenta o poder de barganha dos credores e a pressão sobre a empresa devedora. Essas violações levam à renegociação da dívida, aumento nos custos de capital e até mesmo ao pagamento antecipado da dívida (Chen *et al.*, 2022; Nini *et al.*, 2012). Diante disso, as empresas têm incentivos para gerenciar seus resultados quando estão próximas de violar os *covenants*.

O uso do gerenciamento de resultados para evitar a violação de *covenants* de empresas brasileiras foi investigado por pesquisas anteriores (Duarte *et al.*, 2020; Jost *et al.*, 2021; Konraht & Colauto, 2020; Oliveira *et al.*, 2020; Silva, 2008; Lopes & Almeida, 2020). Silva (2008) não encontrou evidências que respaldassem a utilização do gerenciamento de resultados como uma estratégia para evitar violações de *covenants* e salientou que os resultados obtidos podem variar ao longo do tempo devido à natureza dinâmica dos negócios e as potenciais mudanças no ambiente.

O estudo conduzido por Lopes e Almeida (2020) revelou que as empresas brasileiras que emitem debêntures e recorrem a créditos bancários não implementaram alterações voluntárias nas práticas contábeis com o intuito de evitar violações de *covenants* contábeis. Os autores argumentam que a presença de renegociação e concessão de *waivers* pode incentivar as empresas a evitar a manipulação de resultados com esse propósito. Além disso, a regulamentação imposta pelos órgãos reguladores do mercado de valores mobiliários é mais rigorosa e onerosa do que a regulação em favor dos credores.

Jost *et al.* (2021) observam que os *covenants* não estão associados ao gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais das empresas brasileiras. No entanto, evidências recentes sugerem que as empresas brasileiras têm adotado práticas de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários *ex ante* violações de *covenants* (Duarte *et al.*, 2020; Konraht & Colauto, 2021; Oliveira *et al.*, 2020). Os achados indicam que à medida que as empresas se aproximam da violação dos *covenants*, os gestores tendem a recorrer ao gerenciamento de resultados para aumentar os lucros.

Embora seja incomum que os credores exijam o pagamento antecipado ou tomem medidas legais imediatas em resposta a uma violação, é importante notar que a ocorrência de violação desencadeia uma série de ações e as consequências que podem ser prejudiciais para o devedor (Roberts, 2015; Nini *et al.*, 2011). Roberts (2015) evidenciou que renegociações são motivadas principalmente pelo desejo dos devedores de ajustar suas políticas de investimento, operacionais ou de financiamento, e em menor grau, pelas dificuldades financeiras enfrentadas pelos devedores (Roberts, 2015). A renegociação de *covenants ex ante* violação gera incentivos para que os gestores gerenciem seus lucros visando melhorar sua posição de negociação.

2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

O conservadorismo desempenha um papel relevante na contratação de dívida, beneficiando tanto credores quanto devedores (Zhang, 2008). Para os credores, é benéfico ao sinalizar o risco de inadimplência de forma oportuna, levando a violações antecipadas de *covenants* que permitem ações de proteção (Zhong & Li, 2016; Zhang, 2007). Para os devedores, espera-se que o conservadorismo também traga benefícios, uma vez que os credores podem estar dispostos a oferecer taxas de juros mais baixas e *covenants* menos restritivos em troca de relatórios financeiros conservadores, o que reduz o custo da dívida e aumenta a flexibilidade financeira da empresa (Donelson *et al.*, 2017; Zhong & Li, 2016; Zhang, 2007).

O conservadorismo aumenta a eficiência dos *covenants*, pois as informações contábeis refletem com maior precisão e rapidez a deterioração do desempenho econômico do devedor, o que facilita a função de alerta precoce de possíveis dificuldades financeiras iminentes (Abdurrahman *et al.*, 2020; Nikolaev, 2010; Franke & Muller, 2019). Dessa forma, o conservadorismo aumenta a relevância dos mercados e a eficiência contratual, permitindo a antecipada transferência de poder de decisão aos credores e aprimorando a função de

sinalização dos *covenants* (Ball *et al.*, 2008; Nikolaev, 2010). Dessa forma, o conservadorismo torna-se fundamental para garantir a efetividade dos *covenants* ao proteger os interesses dos credores e reduzir os conflitos de agência entre acionistas e detentores de dívida (Xie, 2015).

Empresas que divulgam informações conservadoras tendem a ser vistas como menos propensas a esconder notícias negativas relevantes para os credores e, como resultado, podem negociar condições de empréstimo mais favoráveis (Cascino *et al.*, 2014; Kim, 2020). A reputação desempenha um papel relevante na eficiência dos mercados de crédito, e é provável que a administração tenha poucos incentivos para não cumprir a demanda por conservadorismo, especialmente se a empresa não estiver próxima de violar seus *covenants* (Nikolaev, 2010).

Frankel e Litov (2007) investigaram a relação entre *covenants* contábeis e o nível de conservadorismo das empresas nos Estados Unidos e não encontraram resultados consistentes que sustentassem essa relação. Os autores argumentam que pode não existir uma demanda dos credores por práticas contábeis conservadoras a partir da amostra estudada. Os resultados revelam que, ao contrário do esperado, quanto mais longe a empresa está de violar seu *covenant*, ou seja, quanto maior a folga de *covenants* de capital, menor o conservadorismo das empresas.

Os resultados de Nikolaev (2010) revelam que o uso de *covenants* em suas dívidas está positivamente associado a um nível mais elevado de conservadorismo por parte das empresas americanas. Os autores investigaram *covenants* contábeis e não contábeis e observaram que as empresas que incorporam *covenants* de forma mais abrangente em seus contratos de dívida apresentam um aumento no conservadorismo nos anos que seguem à emissão de dívida. Isso sugere que a confiança nos *covenants* estimula a adoção de uma postura mais conservadora.

As evidências de Franke e Muller (2019) indicam que as empresas americanas aumentam o conservadorismo após a obtenção de empréstimos. Esse aumento é mais significativo em contratos de dívida que incorporam *covenants* de desempenho. Os autores constataram que há um maior conservadorismo quando a empresa apresenta maiores riscos financeiros, o que pode indicar uma maior demanda dos credores por conservadorismo nesses cenários.

Abdurrahman *et al.* (2020) investigaram se empresas da Malásia que emitem dívidas com *covenants* contábeis e não contábeis adotam um maior nível de conservadorismo. As evidências mostram que a emissão da dívida com *covenant* aumenta o conservadorismo das

empresas e que aquelas que utilizam uma maior quantidade de *covenants* tendem a enfatizar ainda mais o conservadorismo ao lidar com suas emissões de dívida.

A pesquisa de Houaneb *et al.* (2021) evidenciou que nos Estados Unidos, o conservadorismo aumenta tanto no momento da contratação de dívida (*ex ante*) quanto após a contratação (*ex post*) quando são usados *covenants*. Os resultados indicam que quanto mais uma empresa depende de *covenants* em seus contratos de dívida pública, maior é o grau de conservadorismo. Além disso, essas empresas demonstram um aumento significativo no nível de conservadorismo nos anos subsequentes à emissão da dívida.

A Tabela 1 mostra um resumo dos achados das pesquisas que investigaram como o uso de *covenants* em contratos de dívida influencia o conservadorismo das empresas.

Quadro 1 – Pesquisas sobre a influência dos *covenants* no conservadorismo das empresas

Autores	País	Período de análise	Resultados obtidos pelos estudos
Frankel e Litov (2007)	Estados Unidos	1994 a 2004	Não encontraram resultados que sustentassem relação.
Nikolaev (2010)	Estados Unidos	1980 a 2006	O uso de <i>covenants</i> aumenta o conservadorismo das empresas.
Kim (2020)	Estados Unidos	1990 a 2005	O uso de <i>covenants</i> aumenta o conservadorismo das empresas. Quando a empresa está próxima de atingir o <i>covenant</i> , há um menor conservadorismo.
Abdurrahman <i>et al.</i> (2020)	Malásia	2008 a 2018	O uso de <i>covenants</i> aumenta o conservadorismo das empresas.
Franke e Muller (2019)	Estados Unidos	1982 a 2012	O uso de <i>covenants</i> aumenta o conservadorismo das empresas.
Houaneb <i>et al.</i> (2021)	Estados Unidos	2000 a 2010	O uso de <i>covenants</i> aumenta o conservadorismo das empresas.

Fonte: Elaborado pela autora

Com base nas pesquisas apresentadas na Tabela 1, pode-se observar que a maioria das pesquisas evidenciaram que a emissão de dívidas com *covenants* aumenta o conservadorismo das empresas. No entanto, pode-se notar que a maioria das evidências se concentra nos Estados Unidos, o que impede uma generalização dos resultados para países emergentes. Isso indica a necessidade de considerar que a demanda por conservadorismo pode variar em diferentes contextos.

A proteção dos credores e o *enforcement* legal do país influenciam a demanda dos credores por conservadorismo (Bushman & Piotroski, 2006) e os termos dos empréstimos

concedidos (Qian & Strahan, 2007). No entanto, o mercado de crédito brasileiro apresenta baixa proteção aos direitos dos credores e baixo *enforcement* legal (Hong *et al.*, 2016; Albanez & Schiozer, 2022). O nível de conservadorismo das empresas brasileiras é menor quando comparado a mercados desenvolvidos, onde a aplicação das normas contábeis é mais rigorosa (Machado & Rover, 2023). No entanto, Schlup *et al.* (2022) evidenciaram que o nível de conservadorismo das empresas brasileiras aumentou após as IFRS.

A relação entre financiamento de dívida com *covenants* e conservadorismo depende do equilíbrio entre a demanda e a oferta de relatórios conservadores, onde essa demanda é influenciada pelo ambiente legal e institucional (Aghamolla & Li, 2018). O financiamento de dívida está relacionado ao conservadorismo contábil devido à maior demanda dos detentores de dívida por relatórios financeiros conservadores e aos incentivos das empresas emissoras de dívida para atender a essa demanda, resultando em benefícios mútuos para ambas as partes (Haw, 2014).

Os *covenants* ajustam os números contábeis de acordo com as exigências dos credores, não é necessariamente esperado que haja uma demanda substancial por práticas contábeis conservadoras, a ponto de influenciar a adoção do conservadorismo nas empresas devedoras (Nikolaev, 2010). No entanto, os *covenants* se tornam mais eficazes na redução dos custos associados à dívida quando a contabilidade da empresa adota uma postura conservadora. Com o desenvolvimento do mercado e o aumento da emissão de debêntures no Brasil, espera-se que possa existir uma demanda por conservadorismo dos credores e que essa demanda seja intensificada com o uso de *covenants*. Com base nisso, postula-se a primeira hipótese:

H1. O conservadorismo aumenta com o uso de *covenants* em contratos de dívida.

As empresas tendem a aumentar seu conservadorismo *ex ante* contratação para obter melhores condições de dívida, e tendem a manter suas demonstrações contábeis conservadoras após a emissão da dívida para manter uma boa reputação perante os credores (Houaneb *et al.*, 2021). Nesse contexto, o aumento do conservadorismo está relacionado ao atendimento à demanda dos credores por práticas conservadoras (Aier *et al.*, 2014; Aghamolla & Li, 2018; Beatty *et al.*, 2008). Essa mudança de abordagem demonstra ser eficaz tanto para os credores quanto para os devedores (Zhang, 2008).

No entanto, a pesquisa de Kim (2020) constatou que as empresas tendem a elevar seus níveis de conservadorismo após a obtenção de empréstimos com *covenants* de capital. Entretanto, empresas próximas a violar seus *covenants* aumentaram seu conservadorismo em

menor grau em comparação com aquelas que possuem maiores folgas. Essa relação se torna mais evidente quando os custos de violação das cláusulas são elevados ou quando a supervisão dos credores é frágil.

O conservadorismo após a celebração de contrato de dívida pode ser afetado pelas possibilidades e pelos custos de violação e renegociação dos *covenants* (Houaneb *et al.*, 2021; Kim, 2020). Considera-se como característica dos contratos de dívida com *covenants* que eles são frequentemente renegociados (Roberts, 2015). Sob essa perspectiva, o aumento do conservadorismo contábil após a emissão de dívidas com *covenants* pode depender da proximidade das empresas violar seus esses *covenants* (Houaneb *et al.*, 2021; Kim, 2020).

O gerenciamento de resultados refere-se às escolhas deliberadas feitas pelos gestores em relação às políticas contábeis ou ações concretas que afetam os lucros, visando alcançar objetivos específicos de lucros relatados (Scott, 2015). A linha que separa o conservadorismo do gerenciamento de resultados é tênue e suscetível a diferentes interpretações e opiniões. No entanto, entende-se que quando uma empresa modifica suas práticas conservadoras para promover benefícios mútuos entre credores e devedores, está executando uma ação que otimiza a eficiência contratual.

Os contratos e as práticas contábeis estão intrinsecamente conectados a estrutura de contratação da empresa e buscam reduzir os custos contratuais com o objetivo principal de maximizar seu valor (Emanuel *et al.*, 2003). Conforme Watts e Zimmerman (1990), mesmo que as práticas contábeis pareçam ser oportunistas, ainda é possível considerar os sistemas contábeis e as escolhas feitas possam ter se originado de uma estrutura eficiente de contratação.

Por outro lado, quando a empresa ajusta suas políticas contábeis em seu próprio benefício, com o objetivo de obter melhores condições na renegociação do *covenant* perante os credores, isso pode ser classificado como uma estratégia de gerenciamento de resultados. Logo, essa variação no grau de conservadorismo quando se aproxima do descumprimento de *covenants*, pode ser interpretada como uma forma de gerenciamento de resultados, dado que representa uma modificação nas políticas contábeis com o propósito de favorecer a empresa diante de seus credores.

Jha (2013) constatou que empresas próximas a violar os *covenants* tendem a gerenciar seus lucros para baixo quando enfrentam dificuldades financeiras, com o objetivo de garantir que os credores concordem com termos menos restritivos. No entanto, essa manipulação nos resultados pode prejudicar a empresa, uma vez que fica dependente da decisão dos credores. O autor destacou que empresas financeiramente sólidas próximas a violar os *covenants*

adotam a estratégia oposta, gerenciando seus lucros para cima durante esse período, visando potenciais benefícios e isenções.

A pesquisa de Eça (2023) evidenciou que as empresas brasileiras enfrentando dificuldades tendem a gerenciar seus resultados para baixo nos trimestres que antecedem as renegociações de *covenants*. Isso sugere que tais empresas buscam deliberadamente deteriorar seus resultados para obter condições mais favoráveis durante a renegociação com os credores. Contudo, o estudo não encontrou evidências de que empresas em situação financeira sólida adotam práticas de gerenciamento de resultados antes das renegociações (Eça, 2023).

Dyreg *et al.* (2017) argumentam que muitos *covenants* se baseiam em métricas financeiras, como o EBITDA, que são menos conservadoras do que as medidas tradicionais de lucro líquido. As adaptações no lucro permitem que as empresas excluam despesas não monetárias, sem excluir as receitas não monetárias, o que infla os lucros relatados. Isso pode incentivar a redução do conservadorismo quando a empresa está próxima a violar os *covenants*, demonstrando a complexa relação entre o conservadorismo contábil e os contratos de dívida, com implicações para as partes envolvidas.

Ao não adotar uma postura conservadora em suas demonstrações contábeis, as empresas correm o risco de prejudicar sua reputação junto aos credores, o que pode afetar negativamente seu acesso futuro aos mercados de dívida (Franke & Muller, 2019). Surge o interesse de investigar se as empresas que estão próximas de violar seus *covenants* alteram suas práticas conservadoras visando melhores condições de renegociação (Houaneb *et al.*, 2021; Kim, 2020). Com base nisso, a segunda hipótese é formulada.

H2: O conservadorismo diminui à medida que a empresa está próxima de violar os *covenants*.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DADOS E AMOSTRA

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define debêntures como valores mobiliários de médio e longo prazo emitidos por sociedades anônimas (S.A.), sejam elas de capital aberto ou fechado. As debêntures representam dívidas das empresas emissoras e conferem direitos aos credores (Beiruth *et al.*, 2017). As debêntures no Brasil podem ser emitidas de diferentes formas, a legislação brasileira, regulamentada pela Lei n. 6.404 de 1976, rege a emissão de debêntures no país. Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários

(CVM) estabelece normas específicas para a emissão de debêntures, como a Instrução CVM 400/2003, que foi posteriormente alterada por várias outras instruções e, eventualmente, substituída pela Resolução CVM 160/2022 e outras instruções que trouxeram ajustes e procedimentos específicos para a emissão e registro de debêntures no mercado brasileiro.

As debêntures podem ter distribuição pública ou privada. A distribuição pública é feita por empresas de capital aberto, por meio de instituições financeiras do sistema de distribuição de valores mobiliários, com a necessidade de um agente fiduciário para representar os interesses dos detentores. A distribuição privada pode ser realizada por empresas privadas e destina-se a acionistas ou investidores específicos identificados com a empresa. Nesta pesquisa serão analisadas somente as debêntures públicas, em decorrência da disponibilidade de acesso das emissões.

Quadro 2 – Características das Debêntures

Aspectos	Descrição
Emissão e Séries	Podem ser emitidas em múltiplas emissões, podendo ser subdivididas em séries. Cada série de debêntures possui o mesmo valor nominal e direitos iguais.
Valor Nominal	É expresso em moeda nacional, embora a legislação permita pagamento em moeda estrangeira, com cláusulas de correção monetária e opção de pagamento em moeda ou bens.
Vencimento e amortização	O vencimento é determinado na escritura de emissão, permitindo amortizações parciais, fundos de amortização e resgate antecipado. Amortização da mesma série é feita por rateio, e o resgate parcial pode ocorrer por sorteio ou compra de valores mobiliários.
Juros	As debêntures podem garantir juros fixos ou variáveis, participação nos lucros da companhia e prêmio de reembolso.
Convertibilidade em Ações	Podem ser convertidas em ações, com condições especificadas na escritura de emissão, incluindo bases de conversão, espécie e classe das ações, prazo para exercício do direito à conversão e outras condições.
Competência	A competência para emitir debêntures reside na assembleia geral da companhia, que determina vários detalhes, como valor, séries, garantias, vencimento, juros, entre outros.
Agente Fiduciário	O agente fiduciário é uma instituição financeira autorizada cuja principal função é proteger os interesses dos debenturistas. Tem tarefas como a elaboração de relatórios anuais, notificação e a adoção de medidas para proteger os direitos dos debenturistas.
Assembleia de Debenturistas	Permite que os detentores de debêntures da mesma emissão ou série discutam questões de interesse coletivo.

Fonte: Lei n. 6.404/1976

A escolha de analisar as debêntures em vez dos empréstimos e financiamentos se deve ao fato de que as escrituras de debêntures são documentos de acesso público, o que facilita a obtenção de informações sobre as características da dívida e os *covenants* aplicados (Konraht & Vicente, 2019). A escolha pelas debêntures em detrimento de outros instrumentos de dívida emitidos ao público é justificada pela sua característica de maturidade em médio e longo prazo, torna viável a necessidade de monitoramento e a inclusão de *covenants*, a fim de que os credores possam mitigar o risco associado a esses títulos (Konraht & Vicente, 2019).

Para investigar a relação entre os *covenants* e o conservadorismo, foram coletadas informações sobre os *covenants* presentes nos contratos de debêntures de empresas não financeiras que negociam suas ações na B3 S/A - Brasil Bolsa Balcão (B3), excluindo-se as empresas dos setores de Fundos, Finanças e Seguros. As instituições financeiras apresentam características de risco de crédito distintas em comparação com outras empresas, o que poderia introduzir distorções nas análises e na interpretação dos resultados (Konraht & Vicente, 2019).

A amostra da pesquisa contempla as empresas que emitiram debêntures com *covenants* no período de 2010 a 2023. Esse intervalo foi escolhido porque as empresas iniciaram a adoção das IFRS em 2010, e os dados estarão disponíveis até 2023. A escolha de iniciar a análise em 2010 segue a pesquisa conduzida por Beiruth *et al.* (2017), que identificou alterações na estrutura dos *covenants* após a implementação das IFRS.

Quadro 3 – Seleção amostral

População	430
(-) Empresas dos setores de Fundos, Finanças e Seguros	(70)
(-) Empresas que não emitiram debêntures	(219)
(-) Empresas sem <i>covenants</i>	(38)
= Número de empresas da amostra	103

Fonte: dados da pesquisa

Para criar uma base de dados, foram coletados documentos públicos de emissão de debêntures arquivados na CVM, como escrituras e prospectos de emissão. As informações relativas aos *covenants* foram extraídas dos contratos, empregando uma metodologia de análise documental, cujo processo de coleta é explicado de maneira detalhada no Apêndice A.

Foi realizada uma análise descritiva a partir das informações sobre *covenants* obtidas nos contratos, com o objetivo de compreender a natureza e as características dos *covenants*, baseando-se na pesquisa de Konraht e Vicente (2019) a fim de viabilizar e aprofundar as análises quantitativas propostas da pesquisa. Foram exploradas as características referentes: quantidade de emissões de debêntures por ano, empresas emissoras de debêntures por setor, bem como, debêntures com *covenants*, montante das debêntures e maturidade, *covenants* utilizados nos contratos de debêntures, incidência de *covenant* por contrato, período de verificação dos *covenants*, condição para ocorrência da violação e quórum mínimo para deliberar em assembleia geral de debenturistas.

Os dados financeiros foram coletados a partir do *software* Economatica® e essas informações foram utilizadas para o cálculo das variáveis utilizadas na pesquisa.

3.3 VARIÁVEIS E MODELOS

Um modelo é uma representação da realidade, e a escolha do modelo adequado é fundamental para capturar com precisão essa realidade. A adaptação e operacionalização do modelo são baseadas no trabalho de Nikolaev (2010), que investigou como o uso de *covenants* em dívidas públicas influencia o conservadorismo de empresas abertas no mercado americano. Optou-se por utilizar o modelo proposto por Basu (1997), que se concentra em medidas de mercado e é amplamente discutido na literatura (Zhong & Li, 2017).

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = a_0 + a_1 Dt + a_2 Rt + a_3 Dt * Rt + \varepsilon_t \quad (1)$$

O modelo presume que as informações econômicas são refletidas no preço das ações, sendo que as boas e más notícias são identificadas no retorno da ação (R). Ao considerar que o lucro incorpora os retornos, o modelo captura se o lucro incorpora o retorno negativo mais rápido do que o retorno positivo. O coeficiente de a_3 captura se as empresas são conservadoras, então, espera-se que essa variável seja significativa e positiva, indicando que as empresas são conservadoras. Para identificar se a emissão de dívida com *covenants* implica e o aumento do conservadorismo das empresas analisadas, é estimado o seguinte modelo:

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = a_0 + a_1 Dt + a_2 Rt + a_3 Dt * Rt + \beta_0 COVt + \beta_1 Dt * COVt + \beta_2 Rt * COVt + \beta_3 Dt * Rt * COVt + \varepsilon_t \quad (1)$$

A variável COV interage com as variáveis do modelo de conservadorismo, sendo de interesse primário a interação entre a variável COV e a variável que captura o conservadorismo das empresas ($Dt * Rt$), para identificar se a emissão de dívida com *covenants* aumenta o conservadorismo das empresas. Dessa forma, espera-se que o coeficiente β_3 seja positivo sob a hipótese H1, indicando que a emissão de debêntures com *covenants* reflete no aumento do conservadorismo das empresas. A Equação (1) é estimada utilizando observações dentro de uma janela de 4 anos, abrangendo cinco dois anos antes e dois anos após a emissão, baseado na pesquisa de Kim (2020).

A Equação (2) é baseada na pesquisa de Kim (2020), utilizada para testar a H2, onde a interação entre a variável FOLGA e a variável que captura o conservadorismo das empresas ($Dt * Rt$) identifica se o fato de a empresa estiver próxima de atingir o *covenant* influencia a sua estratégia de conservadorismo. O *covenant* utilizado para avaliar a influência da folga do

covenant no comportamento do conservadorismo é o *covenant* de maior incidência, Dívida líquida/EBITDA, que está presente em 98% dos contratos (Albanez & Schiozer, 2022; Konraht & Vicente, 2019). Há interesse em β_3 , onde espera-se que seja significativa e positivo para sob a hipótese H2, indicando que quando menor a folga, menor o conservadorismo.

$$LPA_{i,t}/Pi_{i,t-1} = a_0 + a_1 Dt + a_2 Rt + a_3 Dt * Rt + \beta_0 FOLGA + \beta_1 Dt * FOLGA + \beta_2 Rt * FOLGA + \beta_3 Dt * Rt * FOLGA + \varepsilon_t \quad (2)$$

A janela da Equação (2) contempla o período da dívida com *covenant*, para que seja possível identificar como a variável FOLGA interage com o conservadorismo. Para evitar possíveis interferências causadas por relações mecânicas, o trimestre de emissão é deliberadamente excluído da análise.

Como teste de robustez, foi aplicado o modelo proposto por Ball e Shivakumar (2006), que considera conservadorismo quando o lucro líquido é menor em cenários de alta probabilidade de perdas futuras. Esse modelo foi aplicado neste estudo para verificar se os resultados obtidos com o modelo principal permanecem consistentes.

$$\Delta LLit = a_0 + a_1 D\Delta LLit + a_2 \Delta LLit_{-1} + a_3 D\Delta LLit * \Delta LLit_{-1} + \varepsilon_t$$

Ball e Shivakumar (2006) definem conservadorismo da seguinte maneira: se a soma dos coeficientes a_2 e a_3 for menor que zero e estatisticamente significativa, isso indica um comportamento conservador nos resultados contábeis. Se β_3 for menor que a soma de a_2 e a_3 indica que o efeito da variável representada por β_3 implica em um maior conservadorismo.

$$\Delta LLit = a_0 + a_1 D\Delta LLit + a_2 \Delta LLit_{-1} + a_3 D\Delta LLit * \Delta LLit_{-1} + \beta_0 COVt + \beta_1 D\Delta LLit * COVt + \beta_2 \Delta LLit_{-1} * COVt + \beta_3 D\Delta LLit * \Delta LLit_{-1} * COVt + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\Delta LLit = a_0 + a_1 D\Delta LLit + a_2 \Delta LLit_{-1} + a_3 D\Delta LLit * \Delta LLit_{-1} + \beta_0 FOLGA + \beta_1 D\Delta LLit * FOLGA + \beta_2 \Delta LLit_{-1} * FOLGA + \beta_3 D\Delta LLit * \Delta LLit_{-1} * FOLGA + \varepsilon_t \quad (4)$$

Existem outros modelos que avaliam o conservadorismo por meio de índices, como o modelo proposto por Khan e Watts (2009). No entanto, vale mencionar que modelos com características de índices podem introduzir possíveis distorções na análise (Byzalov & Basu, 2021).

É necessário garantir que a relação entre os *covenants* e o conservadorismo não seja influenciada por outros fatores não considerados na análise. Para evitar esse problema, foram controladas as variáveis comuns tanto ao conservadorismo contábil quanto ao uso de *covenants*. Foram incluídas as variáveis ALAV e BTM, com interação com Dt, R e Dt x Rt, tanto nas equações (1) e (2), seguindo o mesmo procedimento no modelo de robustez (Franke & Muller, 2019; Nikoleav, 2010). Foram incluídas em regressões separadas para evitar problemas de multicolinearidade que poderia levar à perda de poder estatístico (Nikoleav, 2010). Essas três variáveis foram selecionadas com base em pesquisas anteriores que as identificaram como determinantes comuns do conservadorismo contábil (Franke & Muller, 2019; Nikoleav, 2010).

Konraht e Vicente (2019) destacaram, em sua pesquisa, que os *covenants* presentes em contratos de debêntures de empresas abertas no Brasil podem ter verificações anuais, semestrais ou trimestrais. Entretanto, a maioria dos *covenants* presentes nos contratos das empresas abertas brasileiras possuem verificações trimestrais. Assim, para garantir resultados consistentes, as análises foram conduzidas utilizando dados trimestrais. Portanto, a análise se concentra exclusivamente no uso de *covenants* trimestrais.

Quadro 4 – Constructos da pesquisa

Variável	Descrição
Modelo de Conservadorismo Condicional de Basu (1997)	
$LPA_{i,t}$	Valor do lucro/prejuízo por ação da empresa no período i no trimestre t .
$P_{i,t-1}$	Valor do preço da ação da empresa i a época da divulgação contábil referente ao trimestre $t-1$.
$D_{i,t}$	É uma variável <i>dummy</i> , igual a 1 se R for negativo e 0 caso contrário.
$R_{i,t}$	Retorno trimestral da ação. Assim calculado: [(preço da ação em t – preço da ação em $t-1$) / preço da ação em $t-1$].
Modelo de Conservadorismo Condicional de Ball e Shivakumar (2006)	
ΔLL_{it}	Variação no lucro líquido trimestral da empresa i do trimestre $t-1$ ao trimestre t dividido pelo valor do ativo total no início do trimestre t .
$D\Delta LL_{it}$	<i>Dummy</i> de variação negativa no lucro líquido trimestral da empresa i do trimestre $t-1$ ao trimestre t , considerando 1 para $\Delta LL_{it} < 0$ e 0 para demais casos.

$\Delta LLit-1$	Variação no lucro líquido trimestral da empresa i do trimestre $t-2$ ao trimestre $t-1$ dividido pelo ativo total.
Variáveis de interesse	
COV_t	É uma variável <i>dummy</i> que assume valor 0 nos períodos anteriores a emissão da dívida e 1 caso contrário.
$FOLGAt$	<i>Covenant</i> estipulado no contrato para o trimestre t menos a Dívida líquida/EBITDA i da empresa do trimestre t .
Variáveis de controle	
$ALAV$	Passivo total da empresa i no período t dividido pelo patrimônio líquido da empresa i no período t .
BTM	Patrimônio líquido da empresa i no período t dividido pelo valor de mercado da empresa i no período t .

Fonte: Basu (1997), Ball e Shivakumar (2006), Nikoleav (2010) e Kim (2020)

Houve uma redução significativa referente a quantidade de empresas para os testes dos modelos em decorrência da ausência de dados das empresas analisadas no software de coleta de dados. Essa redução é mais pronunciada utilizando o modelo de Basu (1997), visto que o modelo está associado a variáveis de mercado e o software não possui a variável valor de mercado para todas as empresas da amostra.

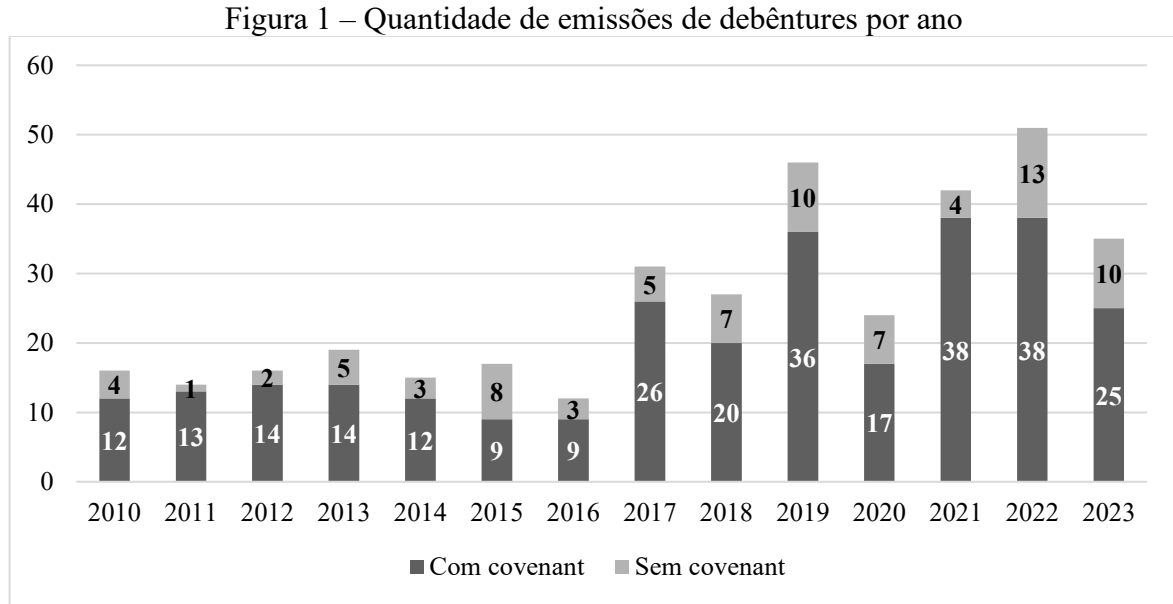
Optou-se por utilizar o modelo de efeitos fixos e controlar o tempo a partir de um modelo robusto. As variáveis foram *winsorizadas* aos níveis de 0,5 e 9,5 para evitar o efeito de *outliers* nos resultados. Como teste adicional, a janela foi restringida a dois anos antes e dois anos após a emissão da debênture.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DOS *COVENANTS* CONTÁBEIS EM CONTRATOS DE DEBÊNTURES

Durante a fase metodológica de levantamento dos *covenants*, foi realizada uma análise abrangente para identificar suas principais características. Das 360 empresas, 36% emitiram debêntures no período analisado. A pesquisa se baseou em uma amostra de 367 contratos de debêntures, dos quais 77,66% possuíam pelo menos um *covenant*. Vale ressaltar que essas debêntures analisadas são provenientes de emissões realizadas pelas empresas controladoras. Logo, as companhias também estão envolvidas em emissões de debêntures através de suas subsidiárias, mas esses casos não se enquadram no escopo desta pesquisa.

A Figura 1 indica a quantidade de emissões de debêntures por ano, segregada em com e sem *covenant*.



Fonte: dados da pesquisa

Os dados da Figura 1 evidenciam um expressivo crescimento nas emissões a partir de 2017, conforme apontado pela ANBIMA (2023). Este aumento substancial reflete a dinâmica em termos de captação de recursos e investimentos no mercado financeiro, e também demonstra os efeitos da instrução CVM n. 476/2009. A utilização dos *covenants* se manteve ao longo do período analisado, evidenciando a sua importância contínua na gestão de riscos e no estabelecimento de compromissos contratuais. Vale ressaltar que o número de empresas que emitiu debêntures ao longo do tempo teve um comportamento muito semelhante ao de emissões de debêntures ao longo do tempo.

O uso predominante de *covenants* nos contratos de debêntures evidencia a necessidade de reforçar a proteção dos direitos dos credores, no contexto brasileiro onde a proteção dos credores é baixa. Esses *covenants* tornam os investimentos em debêntures mais atraentes e menos arriscados, promovendo, assim, a confiança dos investidores no mercado de debêntures e estimulando o financiamento por meio desse instrumento.

A Tabela 1 indica a quantidade de emissões de debêntures, quantidade de empresas emissoras, maturidade em trimestres e montante em milhões, segregados por setor.

Tabela 1 – Empresas emissoras de debêntures por setor

Setor	Debêntures com <i>covenants</i>	Empresas emissoras	Maturidade (trimestres)	Montante (R\$ milhões)
-------	---------------------------------	--------------------	-------------------------	------------------------

	Fi	Fi (%)	Fi	Fi (%)	Média	DP	Média	DP
Utilidade Pública	104	36	30	29	27	16	573	389
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	0	1	1	12	-	900	-
Materiais Básicos	11	4	6	6	29	12	839	650
Bens Industriais	36	13	18	17	27	14	608	609
Consumo não Cíclico	13	5	7	7	29	13	715	554
Consumo Cíclico	70	25	24	23	21	7	600	542
Saúde	28	10	10	10	19	7	585	472
Tecnologia da Informação	3	1	2	2	20	8	1200	520
Comunicações	19	7	5	5	25	9	708	630
Total	285	100	103	100	23	13	748	505

Legenda: %: percentual com *covenant*. Fi: frequência. Dp: Desvio-padrão.

Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se uma variação significativa na utilização de *covenants* contábeis entre os diferentes setores econômicos. O setor de Utilidade Pública se destaca por suas emissões de debêntures, sendo que a grande maioria (93,69%) dos títulos contém pelo menos um *covenant*. Este destaque é evidente entre as companhias de energia elétrica e água e saneamento, as quais realizam investimentos de longo prazo na construção de infraestruturas. Esse resultado corrobora com a pesquisa de Borges e Rover (2023), que identificaram que das 28 empresas do setor de energia elétrica, somente duas não incorporaram *covenants* em seus contratos de debêntures. Seguindo uma tendência similar, o setor de consumo cíclico também se destaca pela frequência das emissões de debêntures e pela incidência de *covenants*, principalmente observado nas empresas do ramo do comércio varejista.

Os setores de petróleo, gás, biocombustíveis e tecnologia da informação apresentaram uma menor quantidade de emissões de debêntures com *covenants*, principalmente devido ao seu menor número de empresas. Destaca-se também o setor de materiais básicos, que apresentou pouca incidência de emissões, onde apenas 46% das debêntures são emitidas com pelo menos um *covenant*. O comportamento das emissões corrobora a pesquisa de Konraht e Vicente (2019).

A média de maturidade das debêntures é de cerca de 6 anos, e essa duração não varia muito entre os diferentes setores. Ao analisar os montantes captados, é interessante notar que os setores com menor número de emissões apresentam maiores montantes. Isso sugere que a

captação de recursos por meio de debêntures nesses setores é concentrada em um menor número de operações. Essa tendência pode ser influenciada por diversos fatores, como a demanda por financiamento, as condições do mercado e a natureza dos projetos financiados em cada setor.

A Tabela 2 demonstra os *covenants* utilizados nos contratos de debêntures e seus respectivos limites médios dos indicadores. O limite médio é o valor médio do indicador que a empresa deve atender durante a vigência do contrato.

Tabela 2 – Covenants utilizados nos contratos de debêntures

<i>Covenant</i>	Fi	%	LM	DP
Dívida líquida / EBITDA	278	63	3,6	0,6
EBITDA / Resultado Financeiro	101	23	1,9	0,6
ICSD	15	3	1,5	0,3
Dívida líquida / PL	13	3	1,6	1,1
EBITDA / Despesa Financeira	8	2	1,9	0,3
Outros	23	5	NA	NA
Total	438	100	NA	NA

Legenda: Fi: frequência. %: percentual com *covenant*. LM: Limite médio. Dp: Desvio-padrão. ICSD: Índice de Cobertura do Serviço da Dívida. PL: Patrimônio líquido.

Fonte: dados da pesquisa

Os dados apresentados na Tabela 2 destacam dois indicadores utilizados com frequência como *covenants* contábeis nas debêntures analisadas: o coeficiente resultante da divisão da dívida líquida pelo EBITDA e o coeficiente resultante da divisão do EBITDA pelo resultado financeiro (despesas financeiras menos receitas financeiras). Ao considerar exclusivamente nas debêntures que incluem algum tipo de *covenant* contábil, totalizando 285 títulos de dívida, observa-se que o indicador "Dívida líquida/EBITDA" é adotado em aproximadamente 98% desses títulos. Da mesma forma, utilizando o mesmo critério, constata-se que o indicador "EBITDA/Resultado Financeiro" é empregado em cerca de 35% das debêntures que possuem algum tipo de *covenant* contábil.

Com base nessas evidências, é observada uma tendência de padronização dos indicadores contábeis na formulação dos *covenants*. Isso sugere um consenso aparente no mercado financeiro quanto aos indicadores contábeis utilizados para monitorar o risco das empresas emissoras de debêntures. Konraht e Vicente (2019) também identificaram essa característica no uso de *covenants* em contratos de debêntures. No entanto, nota-se um

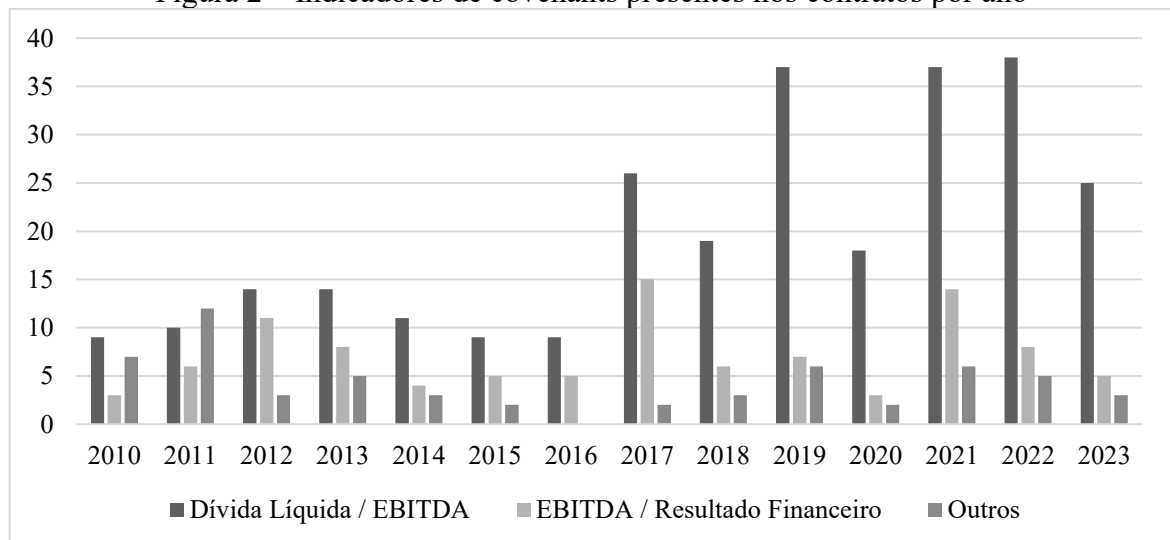
aumento na incidência do *covenant* "Dívida líquida/EBITDA" em 16%, ao passo que houve uma redução de 9% no *covenant* "EBITDA/Resultado Financeiro".

O indicador "Dívida líquida/EBITDA" é um *covenant* de balanço e o "EBITDA/Resultado Financeiro" de resultado. Esse resultado não é consistente com Demerjian (2011), que mostrou que após a adoção das IFRS, a eficácia do balanço patrimonial para os credores diminuiu, resultando na redução dos *covenants* de balanço. Portanto, entende-se que padrões de *covenants* podem ser influenciados pelo ambiente regulatório e pelas práticas do mercado. O destaque no uso do *covenant* "Dívida líquida/EBITDA" pode ser atribuído à sua relevância como métrica para avaliar a saúde financeira da empresa, pois permite que os debenturistas compreendam a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa e cumprir com suas obrigações de dívida.

As demais métricas representam apenas 16% dos *covenants* utilizados, e como observado, geralmente são empregadas como *covenants* complementares nos contratos de debêntures. É notável o alto nível de diversidade nos demais indicadores, refletindo uma abordagem flexível e adaptável na formulação de *covenants* para atender às necessidades específicas de cada empresa e ao contexto do mercado em que operam.

A Figura 2 indica os indicadores de *covenants* utilizados nas debêntures ao longo do tempo.

Figura 2 – Indicadores de *covenants* presentes nos contratos por ano



Fonte: dados da pesquisa.

A análise da Figura 4 revela o aumento gradual da incidência do *covenant* "Dívida líquida/EBITDA" em relação ao "EBITDA/Resultado Financeiro" ao longo do tempo. Esse

aumento na representatividade do primeiro indica uma preferência crescente por indicadores que avaliam diretamente a estrutura de capital e a capacidade de geração de caixa das empresas, em contraste com os indicadores de desempenho financeiro. Essa mudança pode refletir uma maior ênfase dos investidores na saúde financeira e na capacidade de pagamento das empresas devedoras, em vez de apenas seu desempenho. Essa análise sugere que as práticas de monitoramento de risco e ao longo do tempo adaptam-se às demandas e às condições do mercado.

A Tabela 3 demonstra a incidência de *covenant* por contrato de debênture.

Tabela 3 – Incidência de covenant por contrato

Quantidade de <i>covenants</i>	Fi	%
1	141	49
2	135	47
3	9	3
Total	285	100

Legenda: Fi: Frequência. %: percentual.

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se observar que os contratos de debêntures geralmente incluem um ou dois *covenants*, sendo comum a presença de um *covenant* relacionado ao balanço e outro ao resultado. Esse resultado corrobora os achados de pesquisa de Konraht e Vicente (2019), que indicaram que as empresas geralmente têm de 1 a 2 *covenants* por contrato de debênture. A pesquisa de Albanez e Schiozer (2022) revela que as empresas tendem a ter que cumprir 2 ou 3 *covenants*, o que sugere que uma empresa pode conter diferentes *covenants* em suas várias emissões de dívida. No entanto, a observação de um padrão nos *covenants* utilizados destaca a existência de práticas comuns e talvez até mesmo preferências do mercado em relação aos critérios de monitoramento de risco estipulados nos contratos de debêntures.

A Tabela 4 indica os períodos de verificação dos *covenants* nos contratos de debêntures.

Tabela 4 – Período de verificação dos *covenants*

Período	Fi	%
Trimestral	209	73,4
Semestral	28	9,8
Anual	48	16,8
Total	285	100

Legenda: Fi: Frequência. %: percentual.

Fonte: dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 4 revelam que a maioria dos *covenants* são verificados trimestralmente, corroborando os achados de Konraht e Vicente (2019) e evidenciando um aumento na frequência de verificações trimestrais. Esse padrão sugere uma necessidade crescente de monitoramento constante dos indicadores contábeis utilizados como cláusulas restritivas, garantindo uma eficaz função de supervisão, conforme destacado pelos referidos autores. Essa prática permite uma identificação ágil de possíveis dificuldades pelos credores, facilitando a busca por soluções e contribuindo para a estabilidade do relacionamento credor-devedor.

Esses achados fornecem evidências de que ao longo do tempo há uma tendência de padronização na utilização dos *covenants*, que pode ser resultado de uma maior compreensão dos riscos envolvidos e um consenso sobre melhores práticas de monitoramento e mitigação desses riscos por parte dos emissores e investidores. Além disso, pode refletir a influência de regulamentações e padrões de mercado que promovem a adoção de *covenants* mais padronizados e eficazes. Essa tendência de padronização pode contribuir para uma maior confiança no mercado de debêntures, beneficiando tanto os emissores quanto os investidores.

A Tabela 5 demonstra as condições para ocorrência da violação dos *covenants*.

Tabela 5 – Condição para ocorrência da violação

Desenquadramento	Fi	%
Imediato	179	63
2 vezes consecutivas	77	27
2 vezes consecutivas ou 4 alternadas	20	7
2 vezes alternadas	4	1
4 vezes alternadas	3	1
2 vezes consecutivas ou 3 alternadas	2	1
Total	285	100

Legenda: Fi: Frequência. %: percentual.

Fonte: dados da pesquisa.

Com base nos dados apresentados na Tabela 5, percebe-se que na maioria dos contratos ocorre a violação do *covenant* imediatamente quando a empresa ultrapassa os limites dos indicadores. No entanto, em alguns casos, são adotadas opções alternativas à violação das cláusulas restritivas. Isso inclui o limite de que o indicador seja excedido por dois períodos consecutivos ou mais de uma vez ao longo da dívida, entre outras possibilidades. Esses resultados corroboram os achados de Konraht e Vicente (2019), que também identificaram um padrão semelhante.

A violação do *covenant* leva ao vencimento antecipado da dívida, mas esse vencimento está sujeito à aprovação em Assembleia Geral de Debenturistas. É importante ressaltar que os *covenants* são frequentemente renegociados em contratos de dívida no Brasil, e é na assembleia dos debenturistas que os assuntos de renegociação são deliberados (Silva, 2008). Esse é o momento em que os debenturistas podem discutir e decidir sobre medidas para lidar com a violação do *covenant*, como renegociar os termos da dívida e tomar medidas para garantir a continuidade do financiamento e proteger seus interesses.

A Tabela 6 indica os quóruns mínimos para deliberar sobre as consequências da violação dos *covenants*.

Tabela 6 – Quórum mínimo para deliberar em Assembleia Geral de Debenturistas

Quórum mínimo	Fi	%
50% das debêntures em circulação	58	20
51% das debêntures em circulação	2	1
60% das debêntures em circulação	5	2
67% das debêntures em circulação	133	47
70% das debêntures em circulação	1	0
75% das debêntures em circulação	66	23
80% das debêntures em circulação	6	2
85% das debêntures em circulação	7	2
86% das debêntures em circulação	2	1
90% das debêntures em circulação	4	1
92% das debêntures em circulação	1	0
Total	285	100

Legenda: Fi: Frequência. %: percentual.

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 6 que as decisões relacionadas à renegociação da dívida decorrente das violações técnicas dos *covenants* contábeis são determinadas pela aprovação dos debenturistas reunidos em quóruns iguais ou superiores a 50% das debêntures em circulação. Esse cenário evidencia uma valorização dos direitos dos credores, pois exige que a decisão sobre o pagamento antecipado da dívida ou concessão de *waiver* não seja influenciada por uma pequena parcela dos debenturistas.

Esses achados ressaltam a importância dos *covenants* contábeis como mecanismos que possibilitam uma gestão flexível das obrigações de dívida e promovem a manutenção da confiança entre devedores e credores. Essas cláusulas desempenham um papel fundamental ao

garantir que as decisões relacionadas à renegociação da dívida sejam tomadas de forma transparente e justa, contribuindo para um relacionamento equilibrado entre as partes envolvidas.

4.2 ANÁLISES DA RELAÇÃO ENTRE *COVENANTS* E CONSERVADORISMO

4.2.1 Resultados Principais

Apresenta-se, a partir da Tabela 7 a estatística descritiva das variáveis dos dados utilizados nas regressões para testar as hipóteses do estudo. As variáveis relacionadas à emissão de dívida com *covenants* contábeis e ao conservadorismo, assim como aquelas relacionadas à folga dos *covenants* e ao conservadorismo, são apresentadas separadamente, pelo motivo de apresentarem janelas diferentes de dados conduzidas para testar as hipóteses da pesquisa. Essa segmentação fornece uma compreensão clara das características de cada conjunto de variáveis.

Tabela 7 – Estatística descritiva das variáveis

Relação entre <i>covenants</i> e conservadorismo				Relação entre folga e conservadorismo			
Variáveis	Obs	Média	SD	Variáveis	Obs	Média	SD
LPA _{i,t} /Pi _{i,t-1}	2.901	-0,021	0,273	LPA _{i,t} /Pi _{i,t-1}	1.207	-0,023	0,244
R	2.902	0,017	0,266	R	1.207	0,013	0,264
D	2.902	0,484	-	D	1.207	0,477	-
ΔLL	3.068	0,000	0,022	ΔLL	1.222	0,000	0,019
ΔLL _{i,t-1}	3.068	0,000	0,021	ΔLL _{i,t-1}	1.221	0,000	0,019
DALL	3.095	0,482	-	DALL	1.221	0,485	-
COV	3.148	0,449	-	FOLGA	1.218	0,283	11,426
BTM	2.952	0,749	1,494	BTM	1.217	0,663	2,027
ALAV	3.130	0,344	0,160	ALAV	1.225	0,364	0,158

Fonte: dados da pesquisa

A média e o desvio-padrão fornecem uma indicação da tendência central e da dispersão dos dados, respectivamente. Observa-se que as médias das variáveis estão na mesma ordem de grandeza, enquanto os desvios-padrão variam consideravelmente, sugerindo diferentes níveis de dispersão dos dados em torno das médias.

A média da variável FOLGA sugere que, em média, as empresas estão operando próximas aos limites dos *covenants* estabelecidos nos contratos. Esse cenário ressalta a

importância da gestão eficaz do endividamento para evitar custos associados à renegociação da dívida. O elevado desvio-padrão da variável também sugere uma considerável variabilidade quanto à proximidade das empresas em relação aos limites dos *covenants*. Empresas com maior folga podem ter mais margem para lidar com dificuldades financeiras e implementar estratégias de crescimento, enquanto aquelas com folga limitada podem estar mais suscetíveis a riscos e restrições financeiras.

O teste de Shapiro-Francia foi empregado para avaliar a normalidade dos dados, revelando que a amostra não segue uma distribuição normal. Diante desse resultado, é apresentada a matriz de correlação de Pearson e a matriz correlação de Spearman.

Tabela 8 – Matriz de correlação de Pearson e Spearman

Relação entre <i>covenants</i> e conservadorismo							
Variáveis	LPAi,t/Pi,t-1	R	ΔLL	ΔLLit-1	COV	BTM	ALAV
LPAi,t/Pi,t-1	1	0,186	0,413	0,069	0,023	0,036	-0,026
R	-0,034	1	0,055	0,101	-0,019	-0,164	-0,053
Δ LL	0,214	0,051	1	-0,386	0,000	-0,013	-0,003
Δ LLit-1	0,030	0,087	-0,466	1	-0,004	-0,042	-0,017
COV	-0,081	-0,017	0,002	0,002	1	0,061	0,135
BTM	0,089	-0,112	0,017	-0,014	0,053	1	-0,057
ALAV	-0,131	-0,028	-0,006	-0,011	0,107	-0,157	1

Relação entre folga e conservadorismo							
Variáveis	LPAi,t/Pi,t-1	R	ΔLL	ΔLLit-1	FOLGA	BTM	ALAV
LPAi,t/Pi,t-1	1	0,180	0,414	0,081	0,196	0,052	-0,083
R	-0,008	1	0,055	0,082	0,045	-0,177	-0,027
Δ LL	0,276	0,048	1	-0,406	0,050	-0,014	-0,020
Δ LLit-1	-0,001	0,063	-0,521	1	0,040	-0,055	-0,012
FOLGA	0,296	-0,033	-0,024	0,048	1	-0,355	-0,516
BTM	0,111	-0,119	-0,015	-0,022	0,381	1	-0,118
ALAV	-0,226	0,007	-0,017	-0,007	-0,310	-0,362	1

Fonte: dados da pesquisa

Conforme demonstrado na Tabela 8, em geral, as variáveis independentes exibem uma correlação baixa tanto na matriz de Pearson quanto na de Spearman, o que indica a ausência de problemas de multicolinearidade. Quando as variáveis independentes estão altamente correlacionadas entre si, torna-se difícil para o modelo discernir os efeitos individuais de cada variável sobre a variável dependente. Assim, os resultados sugerem que as variáveis utilizadas

no estudo são suficientemente distintas entre si, o que contribui para a validade dos resultados.

A Tabela 9 demonstra a relação entre *covenants* e conservadorismo a partir do modelo de Basu (1997).

Tabela 9 – Relação entre *covenants* e conservadorismo modelo de Basu (1997)

LPA_{i,t}/Pi_{i,t-1}	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,047*** (0,015)	0,022 (0,019)	0,047** (0,021)	-0,042 (0,019)
R _t	-0,319** (0,148)	-0,054 (0,106)	0,004 (0,080)	0,134 (0,105)
D _t	-0,023** (0,011)	-0,008 (0,012)	0,028 (0,032)	0,022 (0,034)
D _t *R _t	0,614** (0,290)	0,199 (0,154)	-0,034 (0,150)	0,041 (0,157)
COV		0,044 (0,027)	0,048* (0,028)	0,031 (0,024)
R _t *COV _t		-0,520* (0,259)	-0,515* (0,264)	-0,470* (0,257)
D _t *COV _t		-0,028 (0,028)	-0,024 (0,029)	-0,020 (0,025)
D _t *R _t *COV _t		0,796 (0,482)	0,797 (0,491)	0,790 (0,536)
CON			-0,082 (0,091)	0,102*** (0,019)
R _t *CON			-0,165 (0,371)	-0,257*** (0,092)
D _t *CON			-0,110 (0,103)	-0,047 (0,046)
D _t *R _t *CON			0,614 (0,618)	0,300*** (0,110)
Obs	2.901	2.901	2.888	2.893
Firmas	81	81	80	81
R ²	6,69%	9,66%	11,31%	14,66%

Nota: ***, **, * é significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

A equação apenas com as variáveis do modelo, denominada original, apresenta um R2 de 6,69% e demonstra, a partir do coeficiente da variável $Dt \cdot Rt$, que as empresas são conservadoras. Com a inclusão das variáveis relacionadas a variável de interesse, há um aumento no R2 para 9,66%, indicando que com a inclusão das variáveis referente a emissão de debêntures com *covenants* o poder explicativo do modelo é aumentado.

A análise revela que a variável de interesse $Dt \cdot Rt \cdot COV_t$ não se apresenta significativa estatisticamente nas regressões realizadas, tanto no modelo principal quanto nas regressões que incorporam variáveis de controle. Os resultados indicam que as empresas não aumentam seu conservadorismo ao emitir debêntures com *covenants*. Essa descoberta sugere que pode haver uma demanda dos credores por conservadorismo, mas essa demanda parece não ser intensificada ao emitir debêntures com *covenants*. Essa evidência não está alinhada com a Hipótese 1 e não corrobora os estudos anteriores de Nikolaev (2010), Kim (2020), Houaneb (2019) e Frankel & Muller (2019) de que as empresas aumentam seu conservadorismo ao emitir dívida com *covenants*.

Evidências anteriores mostram que as empresas tendem a aumentar seu conservadorismo ao emitir dívida para obter melhores condições de crédito, e que quando a dívida possui *covenants*, a demanda dos credores por conservadorismo é intensificada (Donelson *et al.*, 2017). No entanto, os resultados sugerem que as empresas não adotam um maior conservadorismo ao emitir debêntures com *covenants*. Esses resultados podem ser justificados pela baixa proteção dos credores e pelo fraco *enforcement* legal no Brasil, fatores que podem influenciar a demanda dos credores por conservadorismo (Bushman & Piotroski, 2006). É considerado que os credores forneçam condições de dívida mais favoráveis se a proteção jurídica e institucional resultar em maior estabilidade para o sistema financeiro. Contudo, se os direitos de renegociação dos credores não forem respaldados pelo sistema jurídico, o aumento do conservadorismo pode não trazer benefícios aos credores, e consequentemente, as empresas acabam não adotando o conservadorismo.

Na Tabela 10 consta os resultados das regressões que testam a Hipótese 2 de que o conservadorismo diminui à medida em que a empresa está próxima de violar os *covenants*.

Tabela 10 – Relação entre folga e conservadorismo modelo de Basu (1997)

$LPA_{i,t}/Pi_{i,t-1}$	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,041* (0,021)	0,025 (0,023)	-0,006 (0,039)	-0,003 (0,028)
Rt	-0,267*	-0,234	0,037	-0,214

	(0,156)	(0,168)	(0,199)	(0,164)
Dt	-0,028	-0,022	0,041	0,041
	(0,026)	(0,029)	(0,064)	(0,043)
Dt*Rt	0,554**	0,453	-0,031	0,445
	(0,259)	(0,237)	(0,222)	(0,273)
FOLGAt		0,020***	0,022***	0,019***
		(0,002)	(0,002)	(0,003)
Rt* FOLGAt		-0,036***	-0,040***	-0,035***
		(0,004)	(0,004)	(0,008)
Dt* FOLGAt		-0,015***	-0,018***	-0,010
		(0,003)	(0,003)	(0,007)
Dt*Rt* FOLGAt		0,016	0,024	0,015
		(0,020)	(0,018)	(0,025)
CON			0,072**	0,054**
			(0,078)	(0,022)
Rt*CON			-0,671	-0,068
			(0,261)	(0,054)
Dt*CON			-0,157***	-0,109**
			(0,164)	(0,053)
Dt*Rt*CON			1,252	0,013
			(0,452)	(0,102)
Obs	1.179	1.166	1160	1.162
Firmas	53	53	52	53
R2	8,59%	20,80%	22,27%	25,63%

Nota: ***, **, * é significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

A regressão referente a segunda hipótese apresenta uma janela diferente da primeira hipótese, visto que é analisado o comportamento do conservadorismo mediante a folga do *covenant*. Dessa forma, a análise se limita para apenas o período contratual da dívida, onde constam as empresas da amostra que possuem *covenant* e possuem informações disponíveis para a análise, o que resultou em um menor número de observações.

O coeficiente da variável Dt*Rt a partir da equação denominada original sugere que as empresas são conservadoras ao nível de 5% de significância, com R2 de 8,59%. Ao incluir as variáveis de interesse para testar a segunda hipótese, há um aumento no R2 para 20,80%, o que indica que há um aumento no poder explicativo do modelo. No entanto, a variável de interesse Dt*Rt*FOLGAt não demonstrou significância estatística tanto no modelo principal

quanto com a inclusão das variáveis de controle. Os resultados não dão suporte a Hipótese 2, logo, não se pode afirmar que o conservadorismo diminui a medida em que as empresas se aproximam de violar seus *covenants*.

Dessa forma, não se pode afirmar que as empresas alterarem suas políticas contábeis conservadoras para evitar violações dos *covenants* quando a folga é menor. Isso é analisado considerando especificamente as reações negativas do mercado as possíveis más notícias. Portanto, os resultados não corroboram a pesquisa de Kim (2022) e corroboram a pesquisa de Frankel e Litov (2007). Esse resultado não está alinhado as evidências dos estudos de Duarte *et al.*, (2020), Konraht e Colauto (2021) e Oliveira *et al.* (2020), que mostraram que as empresas brasileiras alteram suas práticas contábeis para evitar violações de *covenants*.

A pesquisa de Kim (2022) evidenciou que a folga do *covenant* é positiva e significativamente e associada ao conservadorismo das empresas, e esse efeito é mais pronunciado quando o custo da violação do *covenant* é alto. Identificar que as empresas não alteram seu conservadorismo quando estão próximas de violar seus *covenants* pode ser um indício de que no Brasil, não se tem um alto custo de violação. Além disso, podemos considerar que a renegociação seja realizada antes da violação, o que pode favorecer as condições de dívida para os devedores.

4.2.2 Análise de Robustez

Para assegurar a consistência dos resultados, foi conduzida uma análise com base no modelo de conservadorismo proposto por Ball e Shivakumar (2006). A Tabela 11 apresenta os resultados obtidos ao analisar a relação entre *covenants* e conservadorismo.

Tabela 11 – Relação entre *covenants* e conservadorismo modelo de Ball e Shivakumar (2006)

ΔLL	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,011*** (0,001)	0,011*** (0,001)	0,009*** (0,002)	0,011*** (0,002)
$\Delta LLit-1$	-0,339*** (0,029)	-0,345*** (0,037)	-0,292*** (0,055)	-0,357*** 0,040
$D\Delta LL$	-0,021*** (0,001)	-0,023*** 0,002	-0,016*** (0,004)	-0,023*** (0,003)
$D\Delta LL * D\Delta LLit-1$	-0,064 (0,057)	0,003 (0,084)	-0,003 (0,146)	0,022 (0,096)
FOLGA		-0,001	-0,001	-0,001

		(0,001)	(0,002)	(0,002)
$\Delta L L_{it-1} * FOLGA$		0,015	0,001	0,025
		(0,064)	(0,061)	(0,064)
$\Delta L L * FOLGA$		0,003	0,004	0,004
		(0,002)	(0,003)	(0,003)
$\Delta L L * \Delta L L_{it-1} * FOLGA$		-0,138	-0,147	-0,144
		(0,120)	(0,110)	(0,115)
CON			0,007	0,001
			(0,008)	(0,001)
$\Delta L L_{it-1}$			-0,102	0,005
			(0,102)	(0,022)
$\Delta L L$			-0,021	0,000
			(0,014)	(0,002)
$\Delta L L * \Delta L L_{it-1} * CON$			0,010	-0,015
			(0,375)	(0,052)
Obs	3.068	3.068	3.053	2.900
Firmas	83	83	82	80
R2	45,17%	45,51%	46,03%	45,86%

Nota: ***, **, * é significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados revelam um R2 significativo, em torno de 45,17%, que se mantém constante tanto para a equação denominada original, quanto para as equações que incorporam as demais variáveis. Esse resultado mostra que a inclusão das variáveis referentes a variável de interesse e as variáveis de controle não aumentam o poder explicativo do modelo. Os coeficientes de $\Delta L L$ e $\Delta L L * \Delta L L_{it-1}$ não apresentaram significância estatística, indicando que as empresas não são conservadoras. Esse resultado não está alinhado ao modelo principal, podendo sugerir que não há demanda por conservadorismo por parte dos credores.

Com a inclusão da variável de interesse, em todas as regressões a variável $\Delta L L * \Delta L L_{it-1} * COV$ não demonstrou significância estatística. Esses resultados indicam que, considerando a variação do lucro líquido em resposta a más notícias, não há um aumento no conservadorismo mediante emissão de debêntures com *covenants*. Esse resultado não apoia a Hipótese 1 e sugere que as empresas que emitem debêntures com *covenants* não aumentam seu conservadorismo. Esses resultados corroboram o modelo principal deste estudo

e vai contra pesquisas anteriores que investigaram essa relação (Nikolaev, 2010; Kim, 2020; Houaneb, 2019; Frankel & Muller, 2019).

A Tabela 12 apresenta os resultados das regressões que testam Hipótese 2 a partir do modelo de conservadorismo de Ball e Shivakumar (2006).

Tabela 12 – Relação entre folga e conservadorismo modelo de Ball e Shivakumar (2006)

ΔLL	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,010*** (0,001)	0,010**** (0,001)	0,009*** (0,003)	0,009*** (0,001)
Δ LLit-1	-0,342*** (0,034)	-0,333*** (0,037)	-0,369*** (0,088)	-0,326*** (0,041)
D Δ LL	-0,019*** (0,002)	-0,019*** (0,002)	-0,017*** (0,004)	-0,018*** (0,002)
D Δ LL*D Δ LLit-1	-0,085 (0,059)	-0,086 (0,060)	-0,132 (0,194)	-0,109 (0,070)
FOLGA		0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
D Δ LLit-1*FOLGA		0,002 (0,003)	0,003 (0,004)	0,006 (0,004)
D Δ LL*FOLGA		0,001** (0,000)	0,001* (0,000)	0,001** (0,000)
D Δ LL*D Δ LLit-1*FOLGA		-0,008** (0,003)	-0,007 (0,005)	-0,014** (0,005)
CON			0,083 (0,007)	0,000* (0,001)
Δ LLit-1			0,207 (0,175)	-0,023 (0,002)
D Δ LL			-0,005 (0,011)	0,040 (0,002)
D Δ LL*D Δ LLit-1*CON			0,161 (0,482)	0,111 (0,024)
Obs	1.221	1.208	1.202	1.194
Firmas	55	53	55	52
R2	54,25%	56,46%	56,54%	57,01%

Nota: ***, **, * é significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

O coeficiente de $DALL * DALLit-1$ não se apresenta estatisticamente significativa, o que sugere que as empresas não apresentam comportamento conservador. A variável de interesse revelou-se significativa e negativa ($DALL + DALLDALLit-1 * FOLGA < 0$) para a equação principal e com a variável de controle BTM, sugerindo que quanto menor a folga dos *covenants*, menor é o conservadorismo das empresas. Este resultado está em consonância com a Hipótese 2, que postula que as empresas adotam políticas menos conservadoras quando estão próximas de violar seus *covenants*, a fim de evitar tal violação. No entanto, quando incluída a variável de controle ALAV, a variável não apresenta significância estatística.

Surpreendentemente, este resultado não está alinhado com o modelo principal desta pesquisa, onde a resposta de comportamento conservador mediante a redução da folga dos *covenants* não foi evidenciada. A falta de consistência dos resultados sugere uma dinâmica mais complexa entre a folga do *covenant* e o conservadorismo. Uma possível explicativa para os achados pode ser estar relacionado as respostas das empresas aos incentivos podem variar conforme sua situação financeira, conforme evidenciado a partir das pesquisas de Jha (2013) e Eca (2023). Essa conexão entre os incentivos e a condição financeira pode influenciar diretamente as estratégias contábeis adotadas pelas empresas, justificando, assim, a inconsistência dos resultados.

4.2.3 Testes adicionais

Para garantir a validade dos resultados, foi realizada a análise abrangendo uma janela com o período de dois anos antes e dois anos depois da emissão de dívida com *covenants*. A Tabela 13 demonstra os resultados do teste adicional com uma janela de dois anos a partir do modelo de Basu (1997).

Tabela 13 – Janela de dois anos a partir do modelo de Basu (1997)

$LPA_{i,t}/Pi_{i,t-1}$	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,047*** (0,015)	0,029* (0,017)	0,054** (0,027)	-0,046*** (0,018)
Rt	-0,319** (0,148)	-0,175 (0,116)	-0,087 (0,125)	0,068 (0,148)
Dt	-0,023** (0,011)	-0,016 (0,013)	0,020 (0,033)	0,022 (0,032)
Dt*Rt	0,614** (0,290)	0,410** (0,162)	0,118 (0,206)	0,202 (0,203)

COV		0,049 (0,033)	0,052 (0,033)	0,051 (0,033)
Rt*COVt		-0,422 (0,334)	-0,421 (0,337)	-0,450 (0,337)
Dt*COVt		-0,018 (0,023)	-0,013 (0,024)	-0,021 (0,024)
Dt*Rt*COVt		0,586 (0,546)	0,619 (0,559)	0,623 (0,581)
CON			-0,081 (0,093)	0,106*** (0,022)
Rt*CON			-0,241 (0,446)	-0,280** (0,116)
Dt*CON			-0,107 (0,098)	-0,050 (0,047)
Dt*Rt*CON			0,742 (0,646)	0,333*** (0,131)
Obs	2.901	2.901	2.888	2.893
Firmas	81	81	80	81
R2	6,69%	8,18%	10,01%	13,53%

Nota: ***, **, * é significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

O coeficiente da variável Dt*Rt a partir da equação denominada original se apresenta significativo estatisticamente, indicando que as empresas são conservadoras, conforme os resultados principais. Com a inclusão das variáveis referentes aos *covenants* e de controle, o coeficiente da variável de interesse, Dt*Rt*COVt, não apresenta significância estatística, o que sugere que as empresas não aumentam seu conservadorismo ao emitir dívida com *covenants*. Logo, os resultados se apresentam consistentes com os resultados principais.

A Tabela 14 mostra os resultados da análise do grupo com apenas uma emissão a partir do modelo de Ball e Shivakumar (2006).

Tabela 14 - Janela de dois anos a partir do modelo de Ball e Shivakumar (2006)

ΔLL	Original	COV	ALAV	BTM
Constante	0,011*** (0,001)	0,011*** (0,001)	0,009*** (0,002)	0,011*** (0,002)
$\Delta LLit-1$	-0,336*** (0,029)	-0,337*** (0,036)	-0,286*** (0,058)	-0,346*** (0,043)

DALL	-0,021*** (0,001)	-0,022*** (0,002)	-0,016 (0,004)	-0,023*** (0,003)
DALL*DALLit-1	-0,062 (0,057)	-0,054 (0,072)	-0,078 (0,152)	-0,034 (0,089)
COV		-0,002 (0,001)	-0,002 (0,001)	-0,002* (0,001)
DALLit-1*COV		0,007 (0,091)	-0,011 (0,090)	0,011* (0,092)
DALL*COV		0,004** (0,002)	0,005* (0,002)	0,004 (0,002)
DALL*DALLit-1*COV		-0,028 (0,173)	-0,023 (0,170)	-0,029 (0,176)
CON			0,007 (0,007)	0,000 (0,001)
Δ Lit-1			-0,101 (0,104)	0,005 (0,021)
DALL			-0,020 (0,013)	0,001 (0,002)
DALL*DALLit-1*CON			0,042 (0,376)	-0,021 (0,052)
Obs	3.068	3.068	3.053	2.900
Firmas	83	83	82	80
R2	45,47%	45,66%	46,22%	46,13%

Nota: ***, **, * é significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. CON: representa a variável de controle inserida na equação. Obs: observações.

Fonte: dados da pesquisa

O coeficiente das variáveis DALL*DALLit-1 e DALL*DALLit-1*COV demonstram que as empresas não são conservadoras. Assim, os resultados dos testes adicionais corroboram os resultados principais, que indicam que as empresas não aumentam seu conservadorismo ao emitir debêntures com *covenants*.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa analisou a relação entre os *covenants* contábeis em contratos de debêntures e o conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro no período de 2010 a 2023. Foram utilizados os modelos de Basu (1997) (análise principal baseada em

variáveis de mercado) e Ball e Shivakumar (2006) (análise de robustez baseada em variáveis internas da empresa) em um painel desbalanceado.

A análise inicial revelou que, entre as 360 empresas estudadas, 36% emitiram debêntures durante o período analisado, sendo que 77,66% dessas emissões tinham pelo menos um *covenant*. Houve um notável aumento nas emissões a partir de 2017, refletindo a dinâmica do mercado financeiro e os efeitos da instrução CVM n. 476/2009. O uso consistente de *covenants* ao longo do período destaca sua importância na gestão de riscos e no estabelecimento de compromissos contratuais, especialmente em um contexto brasileiro com baixa proteção aos credores. Esses *covenants* tornam os investimentos em debêntures mais atraentes e seguros, promovendo a confiança dos investidores e estimulando o financiamento por meio desse instrumento.

Há variação no uso de *covenants* contábeis entre setores econômicos, o setor de utilidade pública e consumo cíclico se destacam pela emissão de debêntures com *covenants*, enquanto setores de petróleo, gás, biocombustíveis, tecnologia da informação têm menos *covenants*, devido à menor quantidade de empresas. A média de maturidade das debêntures é de cerca de seis anos e não varia muito entre os setores. Setores com menos emissões têm montantes captados maiores, indicando concentração de recursos em um menor número de operações, influenciada por fatores como demanda por financiamento e condições do mercado. Esses padrões são consistentes com pesquisas anteriores (Konraht & Vicente, 2019).

Os principais indicadores adotados como *covenants* contábeis são "Dívida líquida/EBITDA" e "EBITDA/Resultado Financeiro", por cerca de 98% das debêntures analisadas e 35%, respectivamente. Essa uniformidade sugere um consenso sobre os indicadores usados para monitorar a dívida, corroborando estudos anteriores (Albanez & Schiozer, 2022; Konraht & Vicente, 2019). Houve um aumento no primeiro e uma diminuição no segundo indicador, indicando uma preferência crescente por métricas que avaliam diretamente a estrutura de capital e a capacidade de geração de caixa das empresas, em contraste com os indicadores de desempenho financeiro. Essa mudança pode ser influenciada por fatores regulatórios e de mercado, destacando a importância do indicador na avaliação da saúde financeira das empresas, permitindo aos debenturistas compreender sua capacidade de gerar fluxo de caixa e cumprir obrigações de dívida.

Os contratos de debêntures geralmente incluem um ou dois *covenants*, corroborando estudos anteriores (Albanez & Schiozer, 2022; Konraht & Vicente, 2019). A maioria dos *covenants* é possui verificação trimestral, o que permite uma supervisão eficaz e rápida identificação de dificuldades. As violações dos *covenants* na maioria das vezes levam ao

vencimento antecipado da dívida, decidido em assembleias de debenturistas, reunidos em quóruns iguais ou superiores a 50% das debêntures em circulação. Percebe-se uma padronização no uso de *covenants*, o que pode refletir uma maior compreensão dos riscos e consenso sobre as práticas de monitoramento. Esses achados ressaltam a importância dos *covenants* contábeis na gestão flexível das obrigações de dívida e na manutenção da confiança entre devedores e credores.

Sobre a análise da relação entre emissão de dívida com *covenant* e o conservadorismo das empresas, os resultados sugerem que empresas que emitem debêntures com *covenants* não adotam uma postura mais conservadora. Frankel e Litov (2007) mencionam a premissa de que “um remédio é mais provável de ser aplicado quando é mais eficaz” (p.4). Considerando evidências que mostram que as empresas tendem a atender demandas por maior conservadorismo por parte dos credores (Aghamolla & Li, 2018; Aier *et al.*, 2014; Beatty *et al.*, 2008), pode-se inferir que os credores não fornecem melhores condições de dívida para empresas conservadoras. Isso é especialmente válido dada a baixa proteção dos credores e o fraco *enforcement* legal no Brasil, onde direitos de renegociação dos credores podem não ser suficientemente respaldados pelo sistema jurídico. Nesse contexto, o aumento do conservadorismo pode não trazer benefícios aos credores, levando as empresas a não adotar medidas conservadoras. Portanto, os resultados indicam que a eficácia dos *covenants* contábeis não é substancialmente aumentada em cenários onde as empresas adotam uma postura mais conservadora.

Dessa forma, os resultados não estão alinhados com a Hipótese 1 da pesquisa e não corroboram com as pesquisas de Nikolaev (2010), Kim (2020), Houaneb (2019) e Frankel & Muller (2019). Por outro lado, estão alinhados com a pesquisa de Paulo *et al.* (2012), que identificou que o conservadorismo das empresas brasileiras não aumentava com a emissão de debêntures, e com a pesquisa de Brito e Martins (2013), que identificou que políticas conservadoras não resultavam em diminuição do custo do crédito bancário para as empresas no Brasil. As evidências ressaltam os achados de Machado e Rover (2023) que constataram que empresas sediadas em mercados emergentes, onde a aplicação das normas contábeis é menos rigorosa em comparação com as economias desenvolvidas, demonstram menor conservadorismo nos resultados contábeis.

Referente à segunda hipótese da pesquisa, que sugere que o conservadorismo diminui à medida que a empresa se aproxima de violar os *covenants*. Os resultados não fornecem evidências alinhadas a Hipótese 2, ou seja, não se pode afirmar que as empresas alteram suas políticas contábeis conservadoras para evitar violações dos *covenants* quando a

folga é menor. Identificar que as empresas não alteram seu conservadorismo quando estão próximas de violar seus *covenants* pode ser um indício de que no Brasil, não se tem um alto custo de violação. Além disso, podemos considerar que a renegociação seja realizada antes da violação, o que pode favorecer as condições de dívida para os devedores.

Esse resultado não corrobora com a pesquisa de Kim (2020) e está alinhado com a pesquisa de Frankel e Litov (2007). Uma possível influencia sugere uma dinâmica mais complexa entre a folga do *covenant* e o conservadorismo. Destaca-se as descobertas de Jha (2013) e Eça (2023), que demonstram que as respostas das empresas aos incentivos podem variar conforme sua situação financeira, levantando questionamentos sobre o comportamento das empresas em alterar seu conservadorismo próximo à violação de *covenants*.

Para fortalecer a validade dos resultados, foram adotados métodos consistentes com estudos anteriores, garantindo a replicabilidade e a comparabilidade dos achados. A pesquisa delimita-se a empresas que emitiram debêntures com *covenants* no período analisado, as variáveis disponíveis no *software* de dados e aos modelos de conservadorismo empregados.

Pesquisas futuras podem investigar a relação entre emissão de dívida e custo de crédito no Brasil, avaliar se a quantidade de *covenants* por empresa influencia na relação entre emissão de dívida e conservadorismo e investigar se o comportamento do nível de conservadorismo das empresas está associado à sua situação financeira. A pesquisa ressalta a complexidade da relação entre emissão de dívida e conservadorismo e aponta direcionamentos para investigações mais aprofundadas para compreender a relação no cenário econômico brasileiro.

Esta pesquisa trouxe novos *insights* sobre como a emissão de dívida com *covenants* afeta o conservadorismo dos números contábeis das empresas da B3. Os resultados são úteis para gestores e credores ao negociar os termos dos contratos de dívida, especialmente em relação aos *covenants*. Mostrou-se que no Brasil não há uma demanda clara por informações conservadoras por parte dos credores ao conceder crédito, levando as empresas a buscar outras estratégias para obterem melhores condições de dívida.

Essas descobertas contribuem para a compreensão da eficácia na contratação de dívida, destacando como o ambiente legal e institucional influencia o comportamento de credores e devedores no mercado de dívida. Além disso, a pesquisa acrescenta à literatura sobre gerenciamento de resultados e *covenants* ao mostrar os incentivos das empresas para ajustarem suas práticas contábeis em resposta a possíveis violações e renegociações de *covenants*. No entanto, ainda há perguntas sobre como ocorre essa mudança de comportamento diante dos incentivos.

Para entender melhor por que o conservadorismo pode aumentar a eficácia dos *covenants*, é importante considerar como isso beneficia tanto o credor quanto o devedor, além de seu papel em possíveis disputas legais. Se as empresas não adotam uma contabilidade conservadora, fica em questão como tanto credores quanto devedores se beneficiam desse cenário.

REFERÊNCIAS

- Abdurrahman, A. P., Mohamad, S., Keong, O. C., & Ehsanullah, S. (2020). Debt Covenants and Accounting Conservatism. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 537-545. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p537>
- Aghamolla, C., & Li, N. (2018). Debt contract enforcement and conservatism: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting Research*, 56(5), 1383-1416. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12238>
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.867>
- Aier, J. K., Chen, L., & Pevzner, M. (2014). Debtholders' demand for conservatism: Evidence from changes in directors' fiduciary duties. *Journal of Accounting Research*, 52(5), 993-1027. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12062>
- Albanez, T., & Schiozer, R. F. (2022). Concentração de Propriedade e Outros Determinantes da Presença de Covenants em Contratos de Dívida de Companhias Listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 19, 372-395. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.2.pt>
- ANBIMA. (2023). Mercado de capitais encerra 2023 com emissão de R\$ 463,70 bilhões. Recuperado de <https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2023-com-emissao-de-46370-bilhoes>
- Aparecida, L. B. D., Lazzarini, S. G., & Bortoluzzo, A. B. (2021). Financiamento de Longo Prazo: Explorando o Avanço Recente do Mercado de Debêntures Brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 26(2), e210076. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022210076.por>
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2006). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of accounting studies*, 13, 168-205. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9064-x>
- Bansal, M. (2023). Do credit market incentives drive classification shifting in emerging markets?. *International Journal of Accounting & Information Management*. 31(3), 564-582. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-01-2023-0012>

- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting & Economics* 24(1), 3-37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)
- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of accounting and economics*, 45(2-3), 154-174. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.04.005>
- Beiruth, A. X., Fávero, L. P. L., Murcia, F. D. R., de Almeida, J. E. F., & Brugini, T. (2017). Structural changes in covenants through the adoption of IFRS in Brazil. *In Accounting Forum*, 41(3), 147-160. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2017.06.004>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores macroeconômicos e institucionais, composição do endividamento e estrutura de capital de empresas latino-americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>
- Brito, G. A. S., & Martins, E. (2013). Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil. *Brazilian Business Review*, 10(1), 27-48.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 107-148. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.10.005>
- Byzalov, D., & Basu, S. (2021). The Misuse of Regression-Based x-Scores as Dependent Variables. *Accounting Research*, 1-59. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3836969
- B3. (2023). B3 registra aumento de 16% no estoque de produtos de dívida corporativa em 2023. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-registra-aumento-de-16-no-estoque-de-produtos-de-divida-corporativa-em-2023.htm
- Cascino, S., Clatworthy, M., García Osma, B., Gassen, J., Imam, S., & Jeanjean, T. (2014). Who uses financial reports and for what purpose? Evidence from capital providers. *Accounting in Europe*, 11(2), 185-209. <https://doi.org/10.1080/17449480.2014.940355>
- Chen, C. J., He, W., Lu, C. J., & Yu, X. (2022). Bank loan covenants, accrual quality and firms' information environment. *Accounting & Finance*, 62(1), 547-575. <https://doi.org/10.1111/acfi.12798>
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>

- Christensen, H. B., Macciocchi, D., Morris, A., & Nikolaev, V. V. (2022). Financial shocks to lenders and the composition of financial covenants. *Journal of Accounting and Economics*, 73(1), 101426. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101426>
- Christensen, H. B., Nikolaev, V. V., & Wittenberg-Moerman, R. (2016). Accounting information in financial contracting: The incomplete contract theory perspective. *Journal of accounting research*, 54(2), 397-435. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12108>
- Coelho, R. D. P., Lamounier, W. M., & de Albuquerque Maranhão, R. K. (2010). Systematic risk variations (beta) convertible debenture brazilian companies. *Brazilian Business Review*, 7(3), 1-22. <https://doi.org/10.15728/bbr.2010.7.3.1>
- Demerjian, P. R. (2011). Accounting standards and debt covenants: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants? *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), 178-202. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.08.004>
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>
- Donelson, D. C., Jennings, R., & Mcinnis, J. (2017). Financial statement quality and debt contracting: Evidence from a survey of commercial lenders. *Contemporary Accounting Research*, 34(4), 2051-2093. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12345>
- Duarte, E. R., Galdi, F. C., & Damasceno, F. S. (2020). Gerenciamento de Resultado Contábil e Ruptura dos Covenants: Um Estudo Empírico no Brasil. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 14(3), 291-305. <https://doi.org/10.17524/repec.v14i3.2445>
- Dyreng, S. D., Vashishtha, R., & Weber, J. (2017). Direct evidence on the informational properties of earnings in loan contracts. *Journal of Accounting Research*, 55(2), 371-406. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12168>
- Eça, J. P. A. (2023). Essays on debt renegotiation: determinants, market reaction and earnings management (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo). <https://doi.org/10.11606/T.12.2023.tde-05052023-194743>
- Emanuel, D., Wong, J., & Wong, N. (2003). Efficient contracting and accounting. *Accounting & Finance*, 43(2), 149-166. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00086>
- Ferreira, M. P., Ribeiro, A. M., Palhares, C. M. G., & do Carmo, C. H. S. (2022). Fatores determinantes do uso de garantias reais em escrituras de emissões de debêntures no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 17(2), 43-60.
- Franke, B., & Müller, S. (2019). Private debt and timely loss recognition. *European Accounting Review*, 28(3), 423-450. <https://doi.org/10.1080/09638180.2018.1476168>

- Frankel, R. M., & Litov, L. P. (2007). Financial accounting characteristics and debt covenants. Available at SSRN 978711. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.978711>
- Fullana, O., González, M., & Toscano, D. (2021). IFRS adoption and unconditional conservatism: An accrual-based analysis. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(5), 848-866. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2021-0093>
- Garcia Lara, G. J. M., Osma, G. B., & Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2), 173-198. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.882263>
- Garcia Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106738. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106738>
- Guay, W. R. (2008). Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 175-180. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.05.001>
- Haw, I. M., Lee, J. J., & Lee, W. J. (2014). Debt financing and accounting conservatism in private firms. *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1220-1259. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12064>
- Hong, H. A., Hung, M., & Zhang, J. (2016). The use of debt covenants worldwide: Institutional determinants and implications on financial reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 644-681. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12169>
- Houaneb, A., Ben Hassen, R., & Talbi, D. (2021). Association between restrictive covenants and accounting conservatism: evidence from US public debt. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 344-369. <https://doi.org/10.1108/JFRA-11-2020-0320>
- Jha, A. (2013). Earnings management around debt-covenant violations—An empirical investigation using a large sample of quarterly data. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(4), 369-396. <https://doi.org/10.1177/0148558X13505597>
- Jost, J. P., Junior, M. M. R., de Miranda, R. L., & Kreuzberg, F. (2022). Influência dos Covenants no Gerenciamento de Resultados por Atividades Operacionais. *Desenvolvimento em Questão*, 20(58), e12194-e12194. <http://dx.doi.org/10.21527/2237-6453.2022.58.12194>
- Junior, W. T., & Valle, M. R. D. (2015). Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 331-344. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512130>

- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 132–150. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.08.002>
- Kim, B. H. (2020). Debt covenant slack and ex-post conditional accounting conservatism. *Accounting and Business Research*, 50(2), 111–134. <https://doi.org/10.1080/00014788.2019.1663720>
- Konraht, J. M., & Colauto, R. D. (2021). Gerenciamento de resultados para evitar violação dos covenants contábeis: evidências do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 32(2), 97–121. <https://doi.org/10.22561/cvr.v32i2.5971>
- Konraht, J. M., & Vicente, E. F. R. (2019). Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 101–119. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120106>
- Lei n. 6.404. (1976). Lei das Sociedades por Ações.
- Li, J., Lim, Y., & Morris, R. D. (2022). The Impact of IFRS on the Use of Private Debt Covenants: International Evidence. *Journal of International Accounting Research*, 21(2), 125–150. <https://doi.org/10.2308/JIAR-2021-085>
- Lopes, M. B., & Almeida, J. E. F. (2021). Covenants contábeis e gerenciamento de resultados: evidências a partir da Instrução Normativa da CVM n.527/12. XV Congresso ANPCONT.
- Machado, V. N., & Rover, S. (2023). Enforcement e conservadorismo contábil: análise das companhias de capital aberto dos países membros do G20. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 20(54). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2023.e90103>
- Matsumoto, G. S., Baraldi, G. P., & Jucá, M. N. (2018). Estudo de Eventos sobre o Anúncio da Emissão de Debêntures. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 493–520. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n3.2018.65363>
- Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 48(1), 137–176.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1713–1761. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs007>
- Oliveira, W. C., Moreira, N. C., Nossa, S. N., & Monte-Mor, DS (2020). Gerenciamento de Resultados e o Detalhamento dos Covenants. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(2), 026–045. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2020130202>

- Paulo, E., Cavalcante, P. R. N., & de Melo, I. I. S. L. (2012). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(1), 1-26.
- Penalva, F., & Wagenhofer, A. (2019). Conservatism in debt contracting: theory and empirical evidence. *Accounting and Business Research*, 49(6), 619-647. <https://doi.org/10.1080/00014788.2019.1609899>
- Qian, J., & Strahan, P. E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *The Journal of Finance*, 62(6), 2803-2834. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01293.x>
- Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251-268. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.011>
- Roberts, M. R. (2015). The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 61-81. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.013>
- Schlup, D., Keidann Soschinski, C., Carlos Klann, R., & Rodrigues Silva, R. S. (2022). Relationship between Conservatism and Earnings Smoothing after the Adoption of IFRS in Brazilian Companies. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 15(1). <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150104>
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory*. Prentice hall.
- Silva, A. H. C. (2008). Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, USP, São Paulo.
- Smith Jr, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*, 7(2), 117-161. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4)
- Sunder, J., Sunder, S. V., & Zhang, J. (2018). Balance sheet conservatism and debt contracting. *Contemporary Accounting Research*, 35(1), 494-524. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12356>
- Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386-417. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.798551>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.

- Xie, Y. (2015). Confusion over accounting conservatism: A critical review. *Australian Accounting Review*, 25(2), 204-216. <https://doi.org/10.1111/auar.12061>
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of accounting and economics*, 45(1), 27-54. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.06.002>
- Zhong, Y., & Li, W. (2017). Accounting conservatism: A literature review. *Australian Accounting Review*, 27(2), 195-213. <https://doi.org/10.1111/auar.12107>

APÊNDICE A – ACESSO AOS CONTRATOS DE DEBÊNTURES

Acesso aos contratos de debêntures das empresas que negociam suas ações na B3.

- No site: <https://sistemas.cvm.gov.br/>, acessar “Informações sobre Companhias”.

The screenshot shows the homepage of the Central de Sistemas website. The header includes the Brazilian flag, 'BRASIL', 'Acesso à informação', 'Participe', and 'Serviços'. The main title is 'Central de Sistemas' with the subtitle 'COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS'. Below the header, there are two main sections: 'Lista de Sistemas' and 'Mais Acessados'. The 'Mais Acessados' section contains six icons representing different services: 'Informações sobre Companhias' (highlighted with a red circle), 'Consulta a Fundos', 'Ofertas Públicas', 'Cadastro Geral', 'Administradores de Carteira', and 'Atos Declaratórios'.

- Inserir o CPNJ da companhia.

The screenshot shows the 'Consulta de Documentos de Companhias' page. The header is identical to the previous screenshot. The main title is 'Consulta de Documentos de Companhias'. Below the title, there is a red-bordered box containing the following text: '1 - Consulta por parte de nome ou CNPJ de companhias registradas (companhias abertas, estrangeiras e incentivadas)'. Below this text is a search input field and a 'Continuar >' button. Below the search box, there is a list of seven options for filtering the search results.

1 - Consulta por parte de nome ou CNPJ de companhias registradas (companhias abertas, estrangeiras e incentivadas)

Preencha o campo abaixo com **parte do nome** ou **CNPJ** da companhia, ou deixe-o em branco para retornar todas as companhias. Em seguida, clique em "Continuar":

Continuar >

2 - Consulta a companhias registradas (abertas, estrangeiras e incentivadas) por ordem alfabética

3 - Consulta a "Companhias Dispensadas de Registro" e "BDR Não Patrocinado"

4 - Consulta de Documentos de Companhias Registradas (abertas, estrangeiras e incentivadas), Dispensadas de Registro e BDR Não Patrocinado

5 - Consulta a arquivos em formato DOS, encerramento até 1998

6 - Listagem dos Fatos Relevantes divulgados entre 30/04/2002 e 03/02/2003

7 - Fatos Relevantes anteriores a 30/04/2002

← → ↻ sistemas.cvm.gov.br

BRASIL Acesso à informação Participe Serviços Legislação Canais

Central de Sistemas

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Mapa de Sistemas Site CVM Suporte a Sistemas

Consulta de Documentos de Companhias Abertas

As seguintes companhias foram encontrados a partir da sua pesquisa.
 Clique sobre o nome da companhia:

CNPJ	NOME	TIPO DE PARTICIPANTE	CÓDIGO CVM	SITUAÇÃO REGISTRO
02.016.440/0001-62	RGE SUL DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	CIAS ABERTAS	16527	Concedido em 13/10/1997

- Inserir o período desejado e a palavra-chave “debêntures”.

← → ↻ sistemas.cvm.gov.br

BRASIL Acesso à informação Participe Serviços Legislação Canais

Central de Sistemas

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Mapa de Sistemas Site CVM Suporte a Sistemas

– Ocultar Filtros de Pesquisa

EMPRESA:

● Preencha o campo acima com parte do nome ou Código CVM de companhias, ou deixe-o em branco para retornar todas as companhias. Em seguida, clique em "Consultar".

TIPO DE PARTICIPANTE:

SETOR DE ATIVIDADE:

SITUAÇÃO DO REGISTRO CVM:

CATEGORIA DE REGISTRO CVM:

SITUAÇÃO OPERACIONAL:

DATA DE ENTREGA: No Dia Na Semana No período DE: ATÉ:

DATA DE REFERÊNCIA: Última data de referência

STATUS:

TIPO DE ENTREGA:

CATEGORIA:

TIPO:

ESPÉCIE:

PALAVRA-CHAVE:

- Realizar download do contrato de Emissão.

BRASIL		Acesso à informação		Participe	Serviços	Legislação	Canais
Central de Sistemas COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS							
				Mapa de Sistemas	Site CVM	Suporte a Sistemas	
01652-7	RGE SUL DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	Escrituras e aditamentos de debêntures	-	-	24/08/2017	09/11/2017 16:45	Ativo 1 AP
ⓘ Assunto(s): Instrumento particular de escritura da 5ª emissão de Debêntures							

- Os *covenants* costumam estar presentes na seção de vencimento antecipado.

- (f) não observância pela Garantidora, até o pagamento integral dos valores devidos em virtude das Debêntures, ao final de 2 (dois) semestres consecutivos, dos seguintes índices e limites financeiros, os quais serão acompanhados pelo Agente Fiduciário com base em demonstrativo elaborado pela Garantidora ao final de cada semestre do ano civil, referente aos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data do cálculo (“Índices Financeiros”):

(i) divisão entre a Dívida Líquida verificada ao final de cada semestre do ano civil e o EBITDA dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores ao final de cada semestre do ano civil menor ou igual a 3,75 vezes. Para os fins deste item (i), considera-se como “Dívida Líquida” a soma dos valores relativos a (1) empréstimos e financiamentos; (2) saldo líquido de operações swaps, futuros e opções relacionadas a taxas de juros e de câmbio; e (3) dívidas resultantes de quaisquer emissões ainda em circulação de debêntures, notas promissórias comerciais e/ou bonds ou notes da Garantidora no Brasil ou no exterior, menos as disponibilidades em caixa e aplicações financeiras, estando excluída deste cálculo a dívida com a Funesp; e considera-se como “EBITDA” (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization): o lucro antes de juros, tributos, amortização e depreciação, ajustados com o somatório de: (1) os ativos e passivos de CVA (Conta de Compensação de Variação de Custos da Parcela “A”), Sobrecontratação e Neutralidade dos Encargos Setoriais, divulgados em Nota explicativa das demonstrações financeiras (mas não nas informações financeiras trimestrais), gerados no período de 12 (doze) meses anteriores ao final de cada semestre do ano civil e (2) com o EBITDA de eventuais empresas adquiridas, gerados no período de 12 (doze) meses imediatamente anteriores ao final de cada semestre do ano civil, desconsiderando o EBITDA relativos aos meses já foram contabilizados nas demonstrações financeiras da Garantidora (“EBITDA Histórico”); e

(ii) relação entre EBITDA e Resultado Financeiro maior ou igual a 2,25 vezes. Para os fins deste item (ii), considera-se como “Resultado Financeiro”, a diferença entre receitas financeiras e despesas financeiras no período de 12 (doze) meses anteriores ao fechamento de cada semestre, das quais deverão ser excluídos, para efeito da apuração dos compromissos financeiros, os juros sobre capital próprio. O Resultado Financeiro será apurado em módulo se for negativo e, se for positivo não será considerado para cálculo. Estão excluídos destes cálculos os juros efetivamente desembolsados e/ou provisionados por conta de confissão de dívida junto à Funesp, bem como as variações cambiais e monetárias sobre as dívidas e caixa e, por fim, as despesas oriundas de provisões que não tiveram impacto no fluxo de caixa, mas apenas registro contábil.