

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO**

FLÁVIA RAQUEL MATTES

**A INFLUÊNCIA DO *RATING* SOBERANO BRASILEIRO NAS CLÁUSULAS
RESTRITIVAS DOS CONTRATOS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES**

Porto Alegre

2016

Flávia Raquel Mattes

A INFLUÊNCIA DO *RATING* SOBERANO BRASILEIRO NAS CLÁUSULAS
RESTRITIVAS DOS CONTRATOS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES

Dissertação apresentada como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre
em Gestão e Negócios, pelo Programa de
Pós-Graduação em Gestão e Negócios da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos -
UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini

Porto Alegre

2016

M435i Mattes, Flávia Raquel
A influência do rating soberano brasileiro nas cláusulas restritivas dos contratos de emissões de debêntures / Flávia Raquel Mattes. – 2016.
87 f. : il. ; color. ; 30cm.

Dissertação (Mestrado em Gestão e Negócios) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios, São Leopoldo, RS, 2016.
Orientador: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini.

1. Mercado financeiro. 2. Debêntures. 3. Covenants. 4. Rating. 5. Cláusula restritivas. I. Título. II. Zanini, Francisco Antônio Mesquita.

CDU 336.76

Flávia Raquel Mattes

A INFLUÊNCIA DO *RATING* SOBERANO BRASILEIRO NAS CLÁUSULAS
RESTRITIVAS DOS CONTRATOS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES

Dissertação apresentada como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre
em Gestão e Negócios, pelo Programa de
Pós-Graduação em Gestão e Negócios da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos -
UNISINOS

Aprovado em 15/09/2016

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini – UNISINOS

Prof. Dr. Luís Felipe Maldaner – UNISINOS

Prof. Dr. Marcelo André Machado – UNISINOS

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – UNISINOS

Ao meu filho, Abraão Samuel Mattes.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por uma vida repleta de realizações e significados, agradeço a minha família, ao meu filho e especialmente a minha irmã Silene, que me incentivou desde o início e comemorou comigo cada etapa deste mestrado, aos meus amigos, pelo entendimento e compreensão do meu necessário distanciamento neste período.

Também, agradeço aos colegas da turma de mestrado, pelos trabalhos desenvolvidos, pela parceria nos estudos e pela amizade que compartilhamos e mantemos a partir desta jornada enriquecedora do conhecimento.

Agradeço especialmente ao Prof. Dr. Francisco Zanini pelo apoio e pelas orientações, por compartilhar conhecimentos e toda a atenção dedicada para a conclusão deste trabalho.

Aos demais professores do mestrado e a coordenação do curso, bem como a apoio da secretaria, sou muito grata e de uma forma toda especial, agradeço a oportunidade de conhecer um grande mestre, no qual percebi um brilho especial nos olhos. A sabedoria e a maestria de suas aulas encantavam toda a turma, Prof. Dr. Luiz Paulo Bignetti, um privilégio ter participado das suas aulas!

Sou imensamente grata a todos os professores que tive, a todos estes mestres, o meu reconhecimento e gratidão. Sem eles, eu não teria percorrido esse caminho e chegado até aqui.

A todos, que de alguma forma, contribuíram para a realização e conclusão deste trabalho, meu muito obrigada!

“ Nós somos o que fazemos repetidamente. A excelência, portanto, não é um ato, mas um hábito. ”

Aristóteles

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar e classificar as cláusulas restritivas dos contratos de emissões de debêntures, verificando as alterações destas cláusulas e as influências do cenário de elevação de risco, mensurado pelo *rating* soberano brasileiro, apresentado na data de emissão das debêntures. Adicionalmente, verificar as estruturas dos *covenants* e mecanismos utilizados para a mitigação de risco nas emissões e determinar quais os *covenants* contábeis e financeiros mais utilizados nos dois períodos de risco estabelecidos. Para estudar estas alterações, foram verificados os contratos de emissões de debêntures emitidas no período de 01/01/2011 até 31/03/2016, de emissões com registro na CVM e na modalidade ICVM 400. Após a coleta de dados realizada, foi formada uma base de dados com 49 escrituras de emissões e 1.883 cláusulas restritivas, organizadas em 2 grupos de acordo com o *rating* soberano apresentado na data de emissão da escritura de debêntures. Foram utilizadas técnicas de estatística e análise qualitativa mediante a leitura e classificação dos *covenants* de todas as escrituras, prospectos, atas de assembleia de debenturistas e relatórios de agentes fiduciários. Os resultados do estudo demonstram que no período de maior risco os emissores apresentam dificuldades em cumprir os *covenants* financeiros e manter o *rating* apurado pelas agências classificadoras no início do contrato, resultando em eventos de inadimplementos e descumprimento dos *covenants*, nos quais os debenturistas e os emissores efetuaram acordos com pagamento de prêmios adicionais de risco e repactuações visando garantir a continuidade dos contratos até o vencimento, em detrimento de exigir o pagamento antecipado da dívida. Após a análise proposta e dos resultados, de acordo com o objetivo do estudo, foi possível demonstrar que o risco soberano não causa impacto como alterações estruturais nos *covenants* e no nível de restritividade dos *covenants* contábeis, embora as alterações de risco tenham consequências econômicas na captação de investimentos para as empresas.

Palavras-chave: Debêntures. *Covenants*. *Rating*. Cláusulas Restritivas. Risco Soberano.

ABSTRACT

The present study aims to analyze and to classify the covenants of debenture issuance contracts, assessing the main changes of such terms and the influences of the increasing risk scenario, measured by the Brazilian sovereign rating, submitted on the date of issuance of the debentures. In addition, it analyses covenant structures and mechanisms used for risk mitigation in issuing and determining which accounting and financial covenants are the most used in both risk periods established. In order to study these changes, the debentures contracts issued in the period between 01/01/2011 to 03/31/2016 were analyzed, registered with the CVM and CVM Instruction 400. After collecting data, it was formed a database with 49 issuing scriptures and 1.883 covenants, organized into 2 groups according to the sovereign rating displayed on the date of issuance of debentures. Statistical techniques and qualitative analysis were used by reading and rating of the covenants of all scriptures, prospectuses, debenture holder's meeting minutes and trustees reports. The findings showed that it was during the greatest period of risk when issuers had difficulties to meet financial covenants and to maintain the rating determined by the rating agencies at the beginning of the contract, resulting in defaults events and noncompliance with the covenants in which the debenture holders and issuers agreed with payment of additional premiums of risk and renegotiations to ensure the continuity of contracts to maturity, to the detriment of demanding early repayment of debt. Upon completion of the proposed methodology and results analysis, according to the purpose of the study, we could demonstrate that sovereign risk has no impact as structural changes in the covenants and restrictive level of financial covenants, although the risk of changes have economic consequences in attracting investment for companies.

Key-words: Finance. Covenants. Rating. Corporate Bonds. Sovereign Risk.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Núm. de cláusulas por tipo de classificação no período Menor Risco	55
Tabela 2 – Núm. de cláusulas por tipo de classificação no período Maior Risco	56
Tabela 3 – Número de <i>covenants</i> em cada período de risco	57
Tabela 4 – Classificação e número de <i>covenants</i> por escritura	58
Tabela 5 – Número de <i>covenants</i> contábeis por escritura	59
Tabela 6 – Emissões que não apresentam <i>covenants</i> contábeis no período	60
Tabela 7 – Emissões que não apresentam <i>covenants</i> contábeis no período	61
Tabela 8 – Quantidade de <i>covenants</i> de segurança por escritura	61
Tabela 9 – Quantidade de <i>covenants</i> não contábeis por escritura	62
Tabela 10 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Autoban	64
Tabela 11 – Dados das emissões da empresa Autoban	65
Tabela 12 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Lojas Renner	66
Tabela 13 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor lochpe Maxion	66
Tabela 14 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor COMGAS	66
Tabela 15 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Vale S/A	67
Tabela 16 – <i>Covenant</i> do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida	68
Tabela 17 – Teste <i>t Covenant</i> do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida	69
Tabela 18 – <i>Covenant</i> Dívida Líquida / EBITDA	70
Tabela 19 – Teste <i>t Covenant</i> do Índice Dívida Líquida / EBITDA	71
Tabela 20 – EBITDA / Resultado Financeiro	72
Tabela 21 – Teste <i>t Covenant</i> do Índice EBITDA / Resultado Financeiro	73

LISTA DE TERMOS E ABREVIações

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EMBI	<i>Emerging Markets Bonds Index</i>
FIDC	Fundo de Investimento em Direito Creditório
ICSD	Índice de Cobertura do Serviço da Dívida
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – série B
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
Selic	Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia
SND	Sistema Nacional de Debêntures
TMA	Taxa Mínima de Atratividade

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
1.3 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO	17
1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO	18
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	19
2 REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS	21
2.1.1 Captação de Recursos de Longo Prazo	25
2.1.2 Debêntures no Mercado Brasileiro	27
2.2 RISCO SOBERANO E <i>RATING</i>	30
2.2.1 <i>Rating</i> Atribuído a Empresas e Emissões de Dívida	34
2.3 CLÁUSULAS RESTRITIVAS OU <i>COVENANTS</i> CONTRATUAIS	36
2.3 1 Trabalhos Anteriores Sobre Cláusulas Restritivas	41
3 MÉTODO	44
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	44
3.1.1 População e Amostra	44
3.1.2 Abordagem Utilizada	46
3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	48
3.2.1 Coleta dos Dados	48
3.2.2 Tratamento dos Dados	49
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	54
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA AMOSTRA	54
4.1.2 Emissões Múltiplas no Período de Estudo	65
4.1.3 Nível de Restritividade dos <i>Covenants</i>	68
<i>4.1.3.1 Covenant</i> Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD)	69
<i>4.1.3.2 Covenant</i> Dívida Líquida / EBITDA	70
<i>4.1.3.3 Covenant</i> EBITDA / Resultado Financeiro	73
4.1.4 Ocorrências de Inadimplemento ou Descumprimento dos <i>Covenants</i>	75
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
REFERÊNCIAS	81

1 INTRODUÇÃO

A evolução do mercado brasileiro de capitais mostrou-se bastante robusta a partir da estabilidade macroeconômica possibilitada pelo Plano Real, trazendo uma percepção favorável dos agentes econômicos, o que influencia a tomada de decisão dos administradores de empresas.

O amadurecimento das instituições brasileiras e da estrutura política, o controle da dívida fiscal e da dívida externa, a diminuição da percepção de risco e as perspectivas de crescimento foram os fatores que possibilitaram o Brasil, no ano de 2008, conquistar o grau de investimento junto as agências classificadoras de risco.

A estabilização dos índices de inflação, possibilidade de planejamento de longo prazo e a melhoria na legislação determinaram o aumento do volume de emissões no mercado brasileiro, notadamente nas emissões de debêntures, tornando esses títulos uma opção importante, que permite o financiamento de atividade e investimentos para as empresas e como alternativa de investimento, visando a remuneração do capital aos investidores.

Conforme dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no comparativo de valores mobiliários é demonstrado que a captação de recursos através de debêntures representa R\$ 321 bilhões no período compreendido entre 01/01/2011 e 31/03/2016. Este volume corresponde a aproximadamente quatro vezes o volume captado por meio de emissões de ações no mesmo período.

O *rating* soberano tem impacto nas emissões de títulos de renda fixa, pois quando o risco país aumenta, o custo de financiamento dos títulos emitidos pelo governo e pelo setor privado também aumenta, devido à percepção de maior risco pelo investidor. O impacto ocorre também no volume de investimentos, pois os investidores internacionais utilizam o *rating* como guia para alocação dos recursos com maior segurança.

De maneira inédita no histórico de classificação de risco do Brasil, em 2008, o risco soberano foi avaliado com grau de investimento pela agência *Standard & Poor's* e na sequência, também pelas demais agências importantes de classificação de risco de crédito, *Fitch Ratings* e *Moodys Investors Service*.

Contudo, as condições macroeconômicas do Brasil apresentaram uma deterioração do cenário a partir de junho de 2013, com risco maior atribuído aos títulos brasileiros, as agências de classificação de risco colocaram o *rating* sob revisão negativa a partir daquela data, diminuindo gradativamente a nota soberana. Em junho de 2013, a agência *Standard & Poor's* revisou a perspectiva do *rating* soberano do Brasil de "estável" para "negativa", devido ao fraco crescimento econômico e à política fiscal expansionista, e indicou que poderia rebaixar a nota do país. A nota foi revisada pelas demais agências e, em sucessivas reduções, o Brasil perdeu o grau de investimento.

A perda do grau de investimento, recolocou o Brasil no rol dos países considerados como grau especulativo de risco e baixa classificação de *rating*. Em 2015, considerando as dificuldades políticas do Brasil em implementar o ajuste fiscal necessário e a previsão de déficit orçamentário estimada pelo governo, a *Standard & Poor's* rebaixou a nota do país para o nível especulativo (BB+). Estes movimentos impactam o mercado de dívida, tanto pública quanto privada, e tanto no custo das emissões quanto nas suas condições.

Smith e Warner (1979) definem que a utilização dos *covenants* em contratos de dívida tem por finalidade controlar o conflito entre o detentor do título e o acionista e, conseqüentemente, reduzir os custos de agência da dívida. Os credores, cientes da assimetria de informações existente entre devedores e credores, buscam na utilização de cláusulas restritivas dos contratos de dívida um mecanismo de proteção para evitar o não recebimento do valor do empréstimo.

Considerando a importância das debêntures como fonte de recursos para financiamento das atividades das empresas e a procura de ativos que possam rentabilizar os recursos de investidores, a assimetria informacional existente determina a utilização, além das garantias tradicionais exigidas, de cláusulas restritivas que visam mitigar a possibilidade de ocorrência do não pagamento dos valores referentes aos contratos de dívida.

As cláusulas que estabelecem exigências a serem observadas e cumpridas pelos tomadores de recursos financeiros, quando não devidamente cumpridas, podem ocasionar ao emissor penalidades diversas, inclusive o vencimento antecipado do valor da dívida.

Diante da deterioração do cenário macroeconômico brasileiro, com baixo crescimento e até mesmo a retração do PIB, os emissores de debêntures correm o

risco do não cumprimento das cláusulas restritivas contratadas nas escrituras destas emissões de dívida, obrigando os mesmos a renegociar com os debenturistas.

Nas renegociações, visando a continuidade do emissor no mercado e conseqüentemente, viabilizando a renegociação da dívida e o pagamento do capital investido pelo comprador do título, a obtenção de um *waiver* para evitar o vencimento antecipado da obrigação, a renegociação do prazo de parcelas de principal e de juros, a troca ou fornecimento de garantias adicionais são alternativas utilizadas na negociação entre os emissores e detentores de títulos e são negociadas e decididas em assembleias.

As conseqüências que os emissores sofrem devido a violações dos *covenants* implicam na aplicação de penalidades à empresa, isoladamente ou em conjunto, como: a exigência do pagamento imediato da dívida, a venda de ativos da empresa, diminuição do prazo de pagamento de parcelas, transformação da dívida em posição acionária, aumento da taxa de juros, exigência de garantias adicionais, restrição à contratação de novos empréstimos, cobrança de taxas para renegociar a dívida e efetuar a recontração, dentre outros.

No momento da renegociação das violações dos *covenants*, devido ao aumento de risco percebido pelos investidores, pode ser exigido um prêmio adicional de risco. Este é um recurso muito utilizado em várias escrituras, onde os emissores contrataram *covenants* vinculados ao *rating* apresentado na data da emissão do título, e onde a dívida teria seu vencimento antecipado caso o emissor tivesse um *downgrade* de 2 notas na classificação de risco.

Como exemplo, a emissão da Libra Terminal Rio S/A, ativo LBRA11, emitida em julho de 2014, já havia acordado com os debenturistas, conforme ata divulgada em novembro de 2015, alteração nos índices financeiros dos *covenants* negociados na escritura tornando-os menos restritivos. Nesta negociação, foi aceito pelos detentores dos títulos uma sobretaxa de juros a ser paga nos vencimentos das amortizações.

Em julho de 2016, a *Fitch Ratings* rebaixou a classificação de risco da Libra Terminal para (AA-bra), sendo realizada uma assembleia para que os debenturistas decidam sobre declarar antecipadamente o vencimento da dívida, pois na escritura da emissão determina que o rebaixamento de classificação de risco das debêntures em duas ou mais notas em escala nacional, comparada à classificação de risco das debêntures vigente na data de emissão, constitui-se em evento de inadimplemento,

podendo acarretar o vencimento antecipado da obrigação da dívida. O *rating* na emissão das debêntures era de AA(bra), em 28/03/16 ocorre o rebaixamento para AA-(bra) e, na sequência em 07/06/16, um novo rebaixamento classifica o *rating* das debêntures em CCC(bra).

Devido ao cenário macroeconômico mais desafiador, os emissores não conseguem manter as margens de rentabilidade mínimas definidas em *covenants*, a geração de caixa necessário ou ainda, manter o nível de endividamento exigido pelo investidor através das cláusulas restritivas contratadas no momento da emissão das debêntures.

Diante do problema exposto, que ocorre de fato e efetivamente nas emissões de debêntures brasileiras nesse período de tempo, torna-se importante e oportuno o estudo e a análise em profundidade das cláusulas restritivas presentes nas escrituras de emissão das debêntures.

Em vista do cenário macroeconômico e de todo o contexto apresentado até aqui, apresenta-se a seguir a pergunta-problema do presente trabalho: **É possível observar alterações nas cláusulas restritivas das escrituras de debêntures emitidas no Brasil em um cenário de elevação do risco soberano?**

1.2 OBJETIVOS

Nesta seção, são apresentados os objetivos geral e específicos da presente pesquisa.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é determinar se é possível observar alterações nas cláusulas restritivas das escrituras de debêntures emitidas no Brasil em um cenário de elevação do risco soberano.

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos do presente trabalho são:

- a) Analisar a estruturação dos *covenants* e mecanismos de mitigação de risco nas emissões de debêntures no mercado brasileiro;
- b) Determinar quais os *covenants* são mais utilizados nos períodos de maior e menor risco soberano;
- c) Verificar as alterações ocorridas em emissões múltiplas de um mesmo emissor durante o período do estudo;
- d) Mensurar quais os *covenants* contábeis mais utilizados no período de menor e maior risco observados no estudo;
- e) Verificar alterações no nível de restritividade dos *covenants* contábeis durante os dois períodos;
- f) Evidenciar as emissões de debêntures que apresentaram inadimplência ou descumprimento dos *covenants* durante o período de análise.

1.3 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

Para responder à questão de pesquisa, o presente estudo considera as emissões de debêntures realizadas com colocação em regime de oferta pública, com registro na CVM, na modalidade ICVM 400 e com data de emissão das debêntures no período compreendido de 01/01/2011 até 31/03/2016. Este período é adequado, pois contempla um período em que a nota soberana do país tem seu auge (menor risco), e o período subsequente, de deterioração desta nota.

Além disto, o período de tempo aqui definido compreende o período após a obrigatoriedade da utilização das normas IFRS (*International Financial Reporting Standards*) nas companhias abertas brasileiras para os demonstrativos financeiros, referentes ao ano de 2010 e divulgados a partir de 2011, conforme a Lei 6.404/76, alterada pelo Decreto Lei 11.638/07 e em conformidade com a Instrução CVM 457/07.

Entende-se que os relatórios contábeis possuem influência nas emissões de dívida e, portanto, se utiliza o período onde estas demonstrações contábeis já estão normatizadas.

As emissões de empresas financeiras e de sociedade de arrendamento mercantil controladas por instituição financeira não serão estudadas. Estes papéis tendem a não serem precificados para o mercado, sendo tipicamente adquiridos por empresas coligadas ou fundos administrados pelo próprio grupo financeiro.

Os dados necessários são públicos e disponibilizados na CVM e na base do Sistema Nacional de Debêntures (SND) mantido pela ANBIMA.

1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

A relevância do mercado de crédito no Brasil, especificamente no volume de operações efetuadas mediante emissão de debêntures é fator preponderante para a realização do estudo. A possibilidade de mudanças ocasionadas nas estruturas dos *covenants* diante de cenários macroeconômicos de maior e menor risco, pode ajudar os emissores na definição do melhor momento para uma emissão, daí sua importância para este ator no mercado.

As condições macroeconômicas do Brasil têm oscilado significativamente, apresentado desde níveis de inflação controlados e histórico de taxas de juros decrescentes em um cenário favorável e a deterioração gradativa deste cenário, onde a elevação do risco soberano e a perda do grau de investimento atribuído pelas agências de risco, refletem nos diversos fatores da economia, como nas variáveis: taxa de juros, câmbio, produção nacional, nível de emprego, contas externas e PIB e também nas emissões de debêntures das empresas.

Krauter (2007) constatou que a estabilidade econômica influencia as emissões de debêntures com a redução de indexadores ligados a inflação, de remuneração de prêmio, de resgate antecipado e amortização e da emissão de debêntures do tipo conversíveis. Com este novo cenário, torna-se relevante verificar novamente como isto está influenciando (e se está) novas emissões.

Além das alterações no cenário macroeconômico e do *rating* soberano, a obrigatoriedade do IFRS a partir de 2011 podem interferir nas cláusulas das debêntures, justificando o período do estudo.

Estas condições permitem que um estudo mais aprofundado seja realizado, auxiliando as empresas emissoras a identificar os melhores momentos para efetuar a colocação de seus títulos de dívida no mercado, utilizando em suas análises as alterações do ambiente macroeconômico.

A contribuição do estudo para o mercado de crédito é importante devido a pesquisa nos impactos e alterações causados pela variação do risco soberano nas cláusulas restritivas das emissões de debêntures brasileiras.

Adicionalmente, no decorrer do período do estudo, pode-se analisar quais as cláusulas mais utilizadas nas emissões efetuadas e quais as novas cláusulas que foram inseridas ou cláusulas modificadas devido as alterações do cenário econômico, visando o entendimento da atual estrutura dos contratos de emissões para garantir o recebimento dos recursos investidos e reduzir a incerteza do mercado.

O estudo contribui para a literatura do mercado de crédito e cláusulas restritivas, sendo relevante para os emissores de debêntures, para os investidores, consultores legais e órgãos reguladores devido ao tema ainda apresentar poucos estudos relativos aos *covenants* de emissões brasileiras. O mercado de dívida corporativa brasileira não possui ainda um número de estudos relacionados as emissões de debêntures adequado, sendo bastante inferior ao número de estudos relacionados ao mercado de ações.

Verificar quais os *covenants* mais utilizados nas emissões de debêntures no Brasil torna-se importante devido a poucas evidências de pesquisas nesta área, conforme conclui Silva (2008).

Devido ao aumento do volume de emissão de títulos de dívida corporativos e à utilização por esse importante instrumento de captação de recursos financeiros pelas empresas, adoção obrigatória do IFRS pelas empresas brasileiras nos relatórios contábeis, alterações do cenário macroeconômico e do *rating* soberano brasileiro, o estudo torna-se útil para investidores e para emissores, bem como a formação do conhecimento no meio acadêmico.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho está estruturado da seguinte maneira:

O **Capítulo 1** contextualiza o tema da pesquisa, apresenta o problema e objetivos de pesquisa, a importância e a justificativa para sua realização, bem como sua delimitação.

No **Capítulo 2** expõe o embasamento com a revisão da literatura do trabalho, apresentando como a academia vê a estrutura de capital das empresas, a captação de recursos de longo prazo, debêntures no mercado brasileiro, risco soberano, cláusulas restritivas e os trabalhos anteriores sobre o tema abordado nesta pesquisa.

No **Capítulo 3** apresenta a metodologia empregada no estudo com os critérios para a formação do banco de dados das escrituras das debêntures e como a pesquisa foi realizada, a definição da população e a amostra, as técnicas de coleta e tratamento dos dados e as limitações da pesquisa.

No **Capítulo 4** é efetuado o relato dos resultados obtidos, o que envolve a parte empírica relacionada ao estudo como atingir os objetivos propostos e responder ao problema de pesquisa.

A seguir, no **Capítulo 5**, são apresentadas as considerações finais do trabalho, ao qual se seguem as Referências e no Apêndice a relação das escrituras de emissões de debêntures dos ativos estudados.

2 REVISÃO DA LITERATURA

O objetivo deste capítulo é realizar uma revisão da literatura dos principais assuntos referenciados no estudo e sustentar os temas abordados neste trabalho: a estrutura de capital das empresas, o *rating* e as cláusulas restritivas das emissões de debêntures. É apresentado também um resumo com os principais trabalhos anteriores sobre cláusulas restritivas em contratos de dívida.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

A natureza dos recursos que uma empresa utiliza para financiar suas decisões de investimento forma a estrutura de capital desta empresa e define como ela organiza suas fontes de financiamento. A estrutura divide-se entre fontes de capital de terceiros e de capital próprio, sendo demonstradas no Balanço Patrimonial como Passivo e Patrimônio Líquido, respectivamente. A estrutura de capital utilizada pela empresa afeta o seu valor, este é o motivo das empresas buscarem uma estrutura ótima de capital.

Modigliani e Miller (1958) defendem que a estrutura de capital da empresa não altera seu valor, com todos os agentes podendo captar ao mesmo custo e tendo acesso às informações, na ausência de impostos e outros atritos ou imperfeições de mercado. Neste modelo, conforme Pereira (2012), é proposto que a empresa ao contrair endividamento, simplesmente divide o seu fluxo de caixa entre capital de terceiros e capital próprio com a premissa que o acesso ao capital pelos acionistas ou de terceiros é o mesmo (eficiência de mercado) e na ausência de impostos, não ocorrem variações de valor para a empresa devido ao seu nível de endividamento. O custo médio ponderado de capital não apresenta variações, independente das variações nos volumes de financiamento de capital de terceiros e próprio.

Uma evolução do modelo foi apresentada pelos mesmos autores Modigliani e Miller (1963) observando que ocorre um benefício fiscal na utilização de endividamento, pois a remuneração do serviço da dívida definido como juros é dedutível do valor de resultado da empresa para fins de apuração do lucro tributável, reconhecendo que estes ganhos fiscais alteram o valor da empresa. Mantidas muitas

outras premissas simplificadoras, por este modelo a maximização do valor da empresa viria com a utilização apenas de capital de terceiros.

O mundo real, porém, não é simples como o proposto por Modigliani e Miller (1958, 1963). Esta constatação levou diversos autores a propor outros modelos e a defesa de que sim, existe uma estrutura ótima de capital.

Os gerentes são vistos como intermediadores dos custos de agência gerado pela emissão de dívidas e os custos de falência, conforme a teoria do *trade-off* de Myers (1984) e inclui o risco de falência ao teorema ao considerar que o custo de capital próprio da empresa e o capital de terceiros possuem diferenças de risco e custo e estas alterações na estrutura de capital modificam o valor da empresa.

A captação de capital de terceiros é formalizada através de contratos com indicativo de vencimento da dívida enquanto a utilização do capital próprio o prazo pode ser indefinido. Quanto a garantia de recebimento, a remuneração do capital de terceiros é formalizada com cláusulas de juros pagos periodicamente e com prazos definidos.

De acordo com Pereira (2012), o capital próprio é remunerado pelos dividendos e juros sobre o capital próprio, distribuídos aos acionistas somente após o pagamento das dívidas com terceiros. O capital de terceiros é remunerado pelos juros acordados contratualmente, mas o capital próprio, além dos ganhos das distribuições de lucro, aufero o ganho de capital que é relacionado ao aumento do valor da empresa.

No caso de falência da empresa, todas as obrigações têm prioridade de pagamento antes de ocorrer a remuneração dos acionistas. Portanto, o capital do acionista incorre em um risco maior e terá uma remuneração superior ao capital de terceiros. Então, conforme a teoria do *trade-off*, se ocorre uma compensação entre as vantagens fiscais e os custos de falência, as empresas buscariam capital de terceiros, independente das oportunidades de crescimento, visando maximizar o seu valor de mercado.

Além das questões fiscais e do risco de falência uma escolha ótima de estrutura de capital também sofre influência dos conflitos de agência, que poderá ocorrer entre acionistas e administradores, onde o administrador atua mais no seu próprio interesse do que nos interesses do acionista. Jensen e Meckling (1976) tentando coibir esse problema, sugere um ambiente de maior alavancagem financeira, podendo ser utilizado como um instrumento de controle interno e medida para reduzir os conflitos entre administradores e acionistas. Também, como custo de agência derivados de

fluxo de caixa livre onde se espera que o administrador seja mais rigoroso na seleção e implementação de novos projetos.

Receosos da existência de informações assimétricas que podem existir entre credores e gestores referente as empresas que buscam captar investimentos, os credores podem impor cláusulas restritivas nos contratos de endividamento com a finalidade de maior controle sobre as estratégias que os gestores poderiam utilizar para, diante de dificuldades financeiras da empresa, prejudicar os credores em benefício dos acionistas. A adoção destas cláusulas restritivas nos contratos de dívida é caracterizada como um custo de agência.

Matos (2001) ressalta que conflitos de interesse geram custos de monitoramento e de *bonding cost* que são associados devido a imposição de cláusulas restritivas nos contratos de dívida, conseqüentemente reduzindo a lucratividade da empresa.

As cláusulas restritivas utilizadas em contratos de dívida têm por finalidade controlar as ações de gestores, que em defesa dos acionistas, podem tomar em detrimento dos credores caso a empresa apresente dificuldades financeiras em cumprir as obrigações.

Jensen e Meckling (1976) alertam que o uso da alavancagem é limitado, pois podem surgir custos e conflitos de agência entre proprietários e credores. Os investidores concederiam recursos para a empresa realizar investimentos, mas estes recursos seriam utilizados pelos administradores da empresa para a realização de projetos com elevada expectativa de retorno e pouca chance de sucesso. Os autores afirmam que, assim sendo, a remuneração dos credores não estaria de acordo com o risco assumido, caracterizando processo de expropriação das riquezas do capital de terceiros e para impedir, cláusulas de limitação do poder de decisão dos administradores seriam impostas nestes contratos, aumentando o custo desta fonte de financiamento para incentivar o uso de maneira racional.

Myers (1984) determina uma ordem de preferência entre as fontes disponíveis (lucros retidos, dívida ou ações) para as empresas financiarem seus projetos. Os administradores teriam uma ordem de hierarquia de financiamento para seus investimentos, onde primeiro utilizariam recursos internos, e caso insuficientes, utilizariam recursos externos preferindo contratar dívidas a emitir novas ações.

Myers e Majluf (1984) afirmam que o financiamento com a utilização dos lucros retidos sinalizaria ao mercado de maneira positiva, demonstrando a capacidade da

empresa de crescer com recursos próprios. A utilização de captações em endividamento junto a terceiros, refletiria as boas condições de crescimento futuro da empresa e que não estaria disposta a compartilhar a agregação de valor esperada para o futuro com novos acionistas. A emissão de ações refletiria que a empresa tem perspectivas ruins sobre seu desempenho futuro e deseja compartilhar esse resultado negativo com novos acionistas.

DeAngelo e Masulis (1980) verificaram em seus estudos que empresas que possuem a possibilidade de dedução tributária por meio de contas que não representam desembolso efetivo de caixa, bem como não aumentam o risco da organização, como a depreciação ou amortização, tendem a limitar o benefício gerado pela dedutibilidade fiscal dos juros e, conseqüentemente, apresentam um menor volume de capital de terceiros na sua estrutura de capital.

Conforme Marsh (1982), as empresas distribuem seus instrumentos de financiamento com níveis de endividamento para dívidas de curto prazo e longo prazo em relação ao endividamento total, sendo influenciadas pelas condições de mercado e o passado histórico dos preços dos ativos em suas escolhas entre emitir ações ou contrair dívidas.

Brito, Corrar e Batistella (2007) analisaram as características da estrutura de capital das maiores empresas brasileiras, pesquisando as relações existentes entre o nível de endividamento e os fatores que são apontados pela teoria como seu determinante. Os resultados encontrados indicam que o risco, tamanho, composição dos ativos e o crescimento são fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. A rentabilidade e tipo de capital não se mostram como relevantes para a forma de como as empresas se financiam, porém, outras variáveis podem influenciar e fatores comportamentais específicos dos administradores e aspectos relacionados as características do ambiente econômico e institucional não tratados no estudo de maneira explícita, podem influenciar a forma de captação das empresas.

Santos, Pimenta e Cicconi (2009) analisaram quais os fatores são considerados na escolha das fontes de investimento das empresas brasileiras. Os custos de transação foram considerados como fator que mais afeta a formação da estrutura o que indica a importância dos juros na escolha destas fontes. A flexibilidade financeira também foi mencionada como fator importante, seguido do *rating* da empresa e benefícios fiscais da dívida.

Observando os estudos citados, é observado que tanto a estrutura de propriedade das empresas quanto o nível de disposição para o risco dos administradores são fatores de importância na definição das políticas de financiamento. O ambiente econômico estável e favorável por sua vez, contribuiu favoravelmente para o crescimento do mercado brasileiro de debêntures, tanto em número de emissões como volume financeiro destes títulos.

2.1.1 Captação de Recursos de Longo Prazo

Os títulos de longo prazo podem ser emitidos pelo governo ou por empresas, sendo utilizados para cobertura de *déficit* no caso de títulos públicos e para investimentos em empresas. Os títulos emitidos pelo governo servem como referência para a fixação da taxa de juros básicas ou taxa livre de risco. Normalmente, estes títulos pagam principal acrescido de juros no final de um período anual e quando esse vencimento é mais longo, os juros podem ser semestrais. As empresas emissoras de títulos também determinam em seus contratos o pagamento de juros e principal em períodos determinados, podendo ocorrer a indexação dos juros (SECURATO, 2008).

Os principais meios de captação de recursos de longo prazo pelas empresas brasileiras são recursos liberados pelo BNDES, o mercado de capitais doméstico e mercado de capitais internacional (PAIVA, 2011).

De acordo com Sheng e Saito (2005), nas liberações via BNDES as empresas contam com aspectos positivos para sua captação, principalmente o custo dessa dívida com taxas subsidiadas que é geralmente menor que os demais meios de captação disponível no país e o prazo maior para pagamento destas obrigações. Os benefícios fiscais são auferidos nesta modalidade, o que impacta no custo de capital e conseqüentemente, no valor da empresa. Aspectos negativos relacionados a esse tipo de captação são recursos que podem ser escassos ou destinados a segmentos distintos da economia que o governo julga pertinente desenvolver, associados a diversas restrições no seu uso, comprovações da utilização e processo mais demorado na aprovação de projetos.

De acordo com Paiva (2011), no mercado doméstico ocorre a possibilidade de captação de recursos de longo prazo através da emissão de debêntures e a emissão de *bonds* no mercado internacional, embora o acesso ao mercado internacional ainda

seja uma possibilidade de captação para empresas maiores e com boa estrutura de governança e relações com investidores.

De acordo com a divulgação da ANBIMA (2008), as debêntures representam um mecanismo eficiente de captação de recursos, oferecendo aos emissores várias possibilidades de engenharia financeira, dado que elas podem proporcionar à emissora alguns benefícios em relação a outros meios de financiamento, como a flexibilidade, redução de custos e atratividade.

Na característica flexibilidade, a possibilidade de a empresa adaptar seu título de dívida às condições que são mais favoráveis, tanto em relação às condições de emissão do título como prazo de vencimento, garantias e demais condições de emissão, bem como a destinação dos recursos captados. Possibilita desta maneira que a empresa possa adequar o pagamento de juros e amortizações ao seu fluxo de caixa ao projeto que será financiado.

Em relação à redução de juros, os custos de emissão das debêntures geralmente são inferiores ao custo dos empréstimos bancários tradicionais e dificilmente estas operações junto aos bancos permitem o prazo adequado às necessidades da empresa. Atualmente as emissões de debêntures não são oneradas com o IOF (imposto sobre operações financeiras).

Hale e Santos (2008) desenvolveram seu estudo buscando identificar quais os aspectos das firmas que as incentivam a buscar recursos por títulos de dívida. Verificaram que *rating* de crédito definido pelas agências certificadoras influenciam na decisão de emitir títulos de dívida, sendo que as empresas com os melhores e piores *ratings* tendem a ir mais rapidamente ao mercado com sua primeira emissão de debêntures, enquanto empresas com classificação intermediária costumam demorar mais para fazer suas emissões.

Conforme o estudo de Hale e Santos (2008), os autores identificam que as empresas que já mantém bom relacionamento bancário e reputação como boas pagadoras, tendem a fazer de maneira mais fácil e rápida a sua primeira emissão de dívida. Neste caso, através do relacionamento o banco já conhece a empresa e tem mais confiança em sua capacidade de pagamento, pode vir a ser o banco estruturador da operação, e terá maiores condições, naturalmente, de convencer seu cliente a fazer uma emissão de títulos de dívida em uma parceria entre ambos.

Estes fatores, aliados aos incentivos para a captação de recursos por esta modalidade, fez com que ocorresse um volume muito expressivo de emissões de

debêntures a partir de 2011, superando em volume a emissão de títulos de propriedade. No entanto, o mercado de ações é mais popular do que o mercado de debêntures no Brasil, e isso se deve principalmente a dois fatores: falta de liquidez do mercado secundário de debêntures, que o torna um investimento menos atrativo aos investidores de menor porte e a cultura de investimento em título de dívida corporativa ainda ser pouco difundida, sendo que os principais investidores dessa modalidade são fundos de investimento e fundos de pensão (PAIVA E SAVOIA, 2009).

Uma taxa de juros elevada reduz a atividade econômica, pois um número menor de projetos se torna economicamente viável para uma TMA (taxa mínima de atratividade) considerada pelo investidor, e este é incentivado racionalmente a aplicar os recursos em títulos que apresentam menor risco, como títulos do governo.

Os títulos governamentais, quando remuneram a uma taxa de juros alta, tornam-se investimentos de baixo risco e alta rentabilidade. Neste cenário, a demanda por títulos que apresentam maior grau de risco deve ser baixa. Mas em um cenário de queda de taxas de juros, a demanda por títulos com risco torna-se necessária para manter os níveis de rentabilidade do patrimônio destes investidores. Desta maneira, ocorre uma demanda por títulos de dívida corporativa como investimento de renda fixa a longo prazo.

Pode-se considerar a emissão de debêntures como um investimento de renda fixa para o investidor pois a forma de remuneração e periodicidade de pagamentos é definida na emissão. Esse fluxo de caixa está associado ao risco de inadimplência do título e a probabilidade de *default*, sendo o investidor remunerado por esse risco.

Sheng e Saito (2005) consideravam que o cenário para o mercado brasileiro de debêntures era promissor, porém o seu mercado secundário ainda restrito e com baixo volume sofre com a falta de liquidez. Para os mesmos autores, é característico destas emissões, que os compradores mantenham estes títulos de investimento nas suas carteiras de investimento até o seu vencimento.

2.1.2 Debêntures no Mercado Brasileiro

O período que antecede ao Plano Real, criado em 1994, determina um período prolongado no qual a economia brasileira era caracterizada por altas taxas inflacionárias. Várias tentativas através dos planos de estabilização foram lançadas e

as taxas de crescimento econômico medido pelo PIB também oscilavam muito. O ambiente econômico não favorecia uma trajetória de crescimento e desenvolvimento econômico sustentável e o mercado de capitais não conseguia firmar bases de longo prazo.

Filgueira e Leal (1998), analisaram 91 escrituras de debêntures emitidas no período de 1994 até 1997 com o objetivo de investigar as alterações ocorridas após o Plano Real. Em seus estudos, verificaram que ocorrem alterações nas cláusulas após a estabilização da economia, como a menor utilização da indexação da inflação, ocorrência de cláusulas de prêmio ou que estabeleçam vencimento antecipado, a utilização de juros remuneratórios com base em taxas flutuantes, emissão de títulos conversíveis e inclusão de cláusulas que restringem compromissos relativos a investimentos e financiamento.

Anderson (1999) analisou 50 emissões brasileiras no período de 1989 e 1993 e verificou que o ambiente econômico hostil eleva os riscos dos contratos: inflação alta, volatilidade da atividade econômica, instituições fracas e Estado intervencionista. A utilização de mecanismos de proteção para viabilizar a emissão de debentures como: indexação do valor de face a um índice, pagamento de prêmio, negociação periódica dos termos do contrato, opção de compra do emissor, opção de venda do investidor, direito do emissor em converter as debentures em ações, cláusulas que restringem as decisões de investimento e financiamento e distribuição de resultados e mecanismos adicionais de auto execução para compensar a ineficiência institucional.

O mercado de debêntures obteve melhorias no processo de lançamento, obtendo segurança e maior abrangência conforme mencionado por Kimura (2003), consistindo na ampliação das espécies de debêntures, novos limites de emissão vinculados a garantias, criação de debêntures subordinadas sem limite, permissão para emissões vinculadas em moeda estrangeira, possibilitando sua colocação no exterior, necessidade do agente fiduciário, padrões de registro pela CVM, bônus de subscrição como vantagem adicional do mercado primário e regulamentação do mercado atribuída a CVM.

Matsuo e Eid Jr. (2004) estudaram as emissões de empresas brasileiras no período de 1994 a 2003 e concluíram que as decisões de captar recursos externos são influenciadas por fatores de conjuntura macroeconômica e que motivam o comportamento oportunista dos investidores (*market timing*).

Krauter (2007) estudou as captações de recursos externos via emissões primárias de ações e debêntures de empresas brasileiras no período de 2004 a 2005 e constatou que a estabilidade econômica influencia as emissões de debêntures, com a redução de indexadores ligados a inflação, de remuneração de prêmio, de resgate antecipado e amortização e da emissão de debêntures do tipo conversíveis.

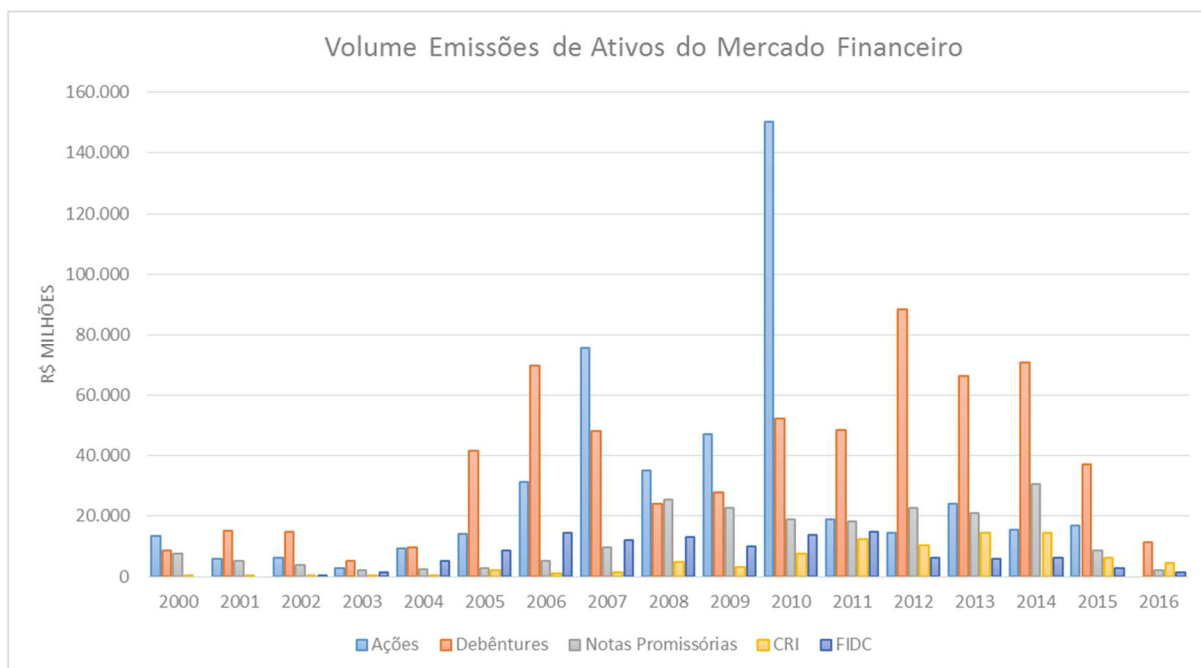
Simão (2006) destaca que depois da implantação do Plano Real, o mercado de capitais no Brasil evoluiu bastante em termos de volume de negócios e de diversidade de produtos voltados aos investidores locais e internacionais. A estabilização dos índices de inflação, o ambiente econômico favorável ao planejamento de longo prazo e a melhoria na legislação determinaram o aumento do volume das emissões no mercado de capitais brasileiro, inclusive da emissão de debêntures.

O ambiente econômico mais estável, dinâmico e sujeito a menor incerteza quanto à taxa de juros futura favoreceu o desenvolvimento do mercado brasileiro de debêntures, sendo que esses títulos de dívida podem ser uma importante opção de financiamento para as empresas em crescimento e, ao mesmo tempo, uma alternativa de investimento rentável aos investidores.

Para demonstrar a atual importância das debêntures como instrumento de captação pelas empresas e aplicação pelos investidores, notadamente os institucionais, a consulta aos dados sobre emissões de títulos, constantes dos registros do Sistema Nacional de Debêntures, reflete o volume destas operações desde o ano de 2000 até 2016.

Conforme demonstrado no Gráfico 1, o volume dos principais ativos do mercado financeiro brasileiro, representados por ações, debêntures, notas promissórias, CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) e FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), é possível verificar que a emissão de debêntures consta com volume expressivo.

Gráfico 1 - Volume Emissões de Ativos do Mercado Financeiro Brasileiro



Fontes: CVM e ANBIMA / Valores de 2016 considerados até 09/06/16

A Lei nº 6.404/76, modificada pelas Leis nº 9.457/97 e 10.303/01, é o principal normativo referente as emissões de debêntures. Alguns normativos do Banco Central e instruções da CVM complementam essa regulamentação. Destaque para a Instrução CVM nº 400 que regulamenta as regras sobre registro das ofertas públicas de distribuição primária e secundária de valores mobiliários

Conforme mencionado pela ANBIMA (2016), nos últimos anos, a consolidação e a significativa expansão do mercado de debêntures nos demonstram a capacidade de adequação destes papéis frente as mudanças ocorridas nos cenários econômicos doméstico e internacional. Sem dúvida, a flexibilidade na contratação financeira fez com que as debêntures fossem classificadas como o mais eficiente instrumento de captação de recursos de longo prazo.

2.2 RISCO SOBERANO E *RATING*

O risco de crédito corresponde a possibilidade de o devedor não efetuar o pagamento esperado ou de perdas financeiras devido a não concretizar o pagamento de um fluxo de pagamentos previsto em um contrato financeiro. Perdas financeiras também podem ocorrer devido a piora da qualidade de crédito de um emissor.

O risco pode estar relacionado à probabilidade de perda ou à probabilidade de perda e ganho (DAMODARAN, 2008). O risco e a incerteza referem-se a eventos aleatórios que podem ocorrer no futuro, considerando que apenas as probabilidades do risco são conhecidas, portanto, estimado e gerenciado.

O *rating* é uma classificação de crédito padronizada efetuada por uma agência especializada em avaliação de capacidade de crédito de emissões de títulos. Estas agências utilizam metodologia própria para efetuar a análise e, portanto, pode ser diferente de uma agência para outra, em momentos distintos.

A opinião de uma agência classificadora de *rating* também não pode ser tomada como uma verdade absoluta, pois reflete uma metodologia para análise de um tomador de crédito e prever o seu comportamento futuro, especialmente em relação a capacidade de efetuar o pagamento dos compromissos firmados.

Conforme Cantor e Falkenstein (2001), o *rating* incorpora uma série de informações relativas a qualidade do crédito de um emissor, incluindo a probabilidade de *default* e a possibilidade de perdas.

Conforme Aguiar (1999), a equivalência dos padrões de *rating* é mantida, independente do país, setor do emitente ou do tipo de obrigação de renda fixa. Este julgamento da agência classificadora torna universal e padronizada as informações de diferentes emissores.

Fabozzi (2000) relata que a padronização possibilitada pelo *rating* é uma necessidade de mercado, contribuindo para o incremento de informação para o investidor.

Conforme Cantor e Mann (2003), o objetivo das agências é fornecer medida do risco ordenada, portanto, relativa, não definindo o horizonte de análise, sem explicar a duração, apenas sendo de longo prazo.

O *rating* expressa uma opinião independente e objetiva sobre o risco de crédito, emitido por uma agência classificadora, utilizando uma escala. As notas são revistas periodicamente ou diante de fato que indique a revisão e os sinais de alerta, chamados *outlooks*, indicam uma potencial alteração de classificação. As indicações recebem sinais de positivo, negativo ou estável, além de denominações como grau de investimento e grau especulativo.

O Quadro 1 mostra a escala de classificação de *ratings* utilizadas pelas principais agências internacionais de classificação de risco de crédito, sendo as classificações ordenadas decrescentemente pela avaliação do risco.

Quadro 1 – Escala de classificação das agências de *rating*

Agência	Moody's	S&P	Fitch
Categoria de investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Categoria de Investimento de risco	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	SD	DD
		D	D

Fonte: *Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings*

As classificações de risco de AAA/Aaa até no mínimo BBB-/Baa3 são consideradas como grau de investimento e as classificações abaixo deste patamar são consideradas como grau especulativo.

Para um país, obter o grau de investimento permite que classes de investidores possam adquirir papéis deste emissor. Alguns fundos de pensão estrangeiros, que são considerados aplicadores de grandes fortunas, possuem restrições em suas políticas de investimento não permitindo destinar recursos para investimentos em países avaliados com grau especulativo.

Canuto e Santos (2003) definem o risco soberano como risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos. Na avaliação de risco de crédito de empresas privadas, assim como no risco soberano, é avaliada a capacidade do agente tomador de recursos em cumprir as obrigações referentes a dívida nos prazos determinados e nas condições contratadas. Adicionalmente, os

mesmos autores demonstram que quanto maior a probabilidade de inadimplência de um título soberano, maiores taxas de retorno serão exigidas pelos tomadores. Esta remuneração é exigida para compensar o risco adicional ao qual está exposto, sendo chamada de *spread* soberano ou prêmio de risco.

A relação entre o risco soberano e o *spread* soberano, conforme seus determinantes, de acordo com Rowland e Torres (2004), afirmam que estas duas variáveis, mesmo estando relacionadas, apresentam especificidades em relação aos seus fatores determinantes, sendo que a classificação de *rating* soberano reflete exclusivamente o risco de crédito do país, sendo determinado por fatores econômicos, políticos e sociais que exercem influência nesta categoria de risco. O *spread* soberano é determinado por fatores além do risco de inadimplência do país, tais como a liquidez internacional e os efeitos de contágio entre os títulos públicos.

Canuto e Santos (2003) esclarecem as variáveis *rating* e *spread* soberano no em seu aspecto temporal, onde as classificações de risco soberano realizadas pelas agências de *rating* apresentam uma estabilidade maior quando comparadas ao *spread* soberano. As avaliações são realizadas, de modo geral, anualmente e o *spread* é uma medida de periodicidade diária, já que é determinado pelas oscilações de preço dos títulos, e conseqüentemente, dos retornos dos mesmos no mercado secundário.

O risco Brasil é um conceito que expressa de forma objetiva o risco de crédito que os investidores estrangeiros estão expostos ao realizar investimentos em títulos brasileiros. Os indicadores diários mais utilizados para efetuar essa mensuração são o *Emerging Markets Bond Index* - o EMBI+Br, calculado pelo *J.P.Morgan* e o *Credit Default Swap* (CDS) do Brasil.

Deste modo, conforme Canuto e Santos (2003), os impactos da dinâmica de mercado no preço dos títulos, a relação entre risco e *spread* pode ser instável no curto prazo, porém tendem a convergir em horizontes temporais mais amplos.

As agências classificadoras de risco, ao analisar os fatores determinantes para atribuir o *rating*, utilizam metodologia própria e descrita nos relatórios de metodologia de cada agência, onde são especificados os principais aspectos utilizados para a atribuição da nota. O trabalho desenvolvido por Canuto e Santos (2003) apresenta a síntese dos principais fatores considerados pelas agências *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*, elencando as 5 categorias de risco observadas nas avaliações do risco soberano:

Setor externo: considera os fatores relacionados ao perfil da dívida externa, balança de pagamentos, fluxo de capitais, e demais fatores que demonstram o nível de abertura da economia e a vulnerabilidade diante de choques externos;

Setor monetário e financeiro: fatores como a sustentabilidade das políticas monetária e a cambial, o grau de desenvolvimento do mercado de capitais, níveis de inflação e acesso ao crédito, entre outras;

Risco político, civil e institucional: efetua a avaliação de qual medida as instituições públicas são capazes de garantir o cumprimento dos contratos estabelecidos. Aspectos que possibilitam instabilidade política como: insatisfação social decorrente de baixo padrão de vida da população, guerras e revoluções, conflitos étnicos e religiosos, entre outros correlatos;

Setor real e estrutura econômica: visa mensurar o nível de crescimento econômico e aspectos que influenciam o crescimento econômico futuro, tais como o nível de poupança e investimento, nível educacional da população, infraestrutura e disponibilidade de recursos naturais;

Setor fiscal: avalia a política fiscal do governo, a tendência de crescimento e flexibilidade das despesas e receitas e o perfil da dívida pública.

2.2.1 *Rating* Atribuído a Empresas e Emissões de Dívida

A atribuição de *ratings* aos títulos de dívida por agências de classificação de risco auxilia a análise por parte dos investidores, uma vez que a mesma metodologia é aplicada em diferentes ativos e possibilita a comparação em nível global. A atribuição do *rating* é uma opinião sobre a capacidade de crédito e a probabilidade de inadimplência do ativo, sendo escalonado em uma escala internacional, estabelecendo parâmetros de comparação utilizada pelos investidores na análise de empresas, países, moedas.

Bone (2006) argumenta que devido à arquitetura do mercado financeiro internacional e à expansão do mercado de capitais, o *rating* vem aumentando o seu grau de importância, principalmente para as empresas situadas nos países em desenvolvimento. O *rating* transmite informações públicas e privilegiadas sobre os emitentes de dívida e desta forma o mercado pode usufruir positivamente dessas informações para a tomada de decisões.

Conforme Paiva (2011), os investidores estão atentos às qualidades creditícias das empresas, utilizando o *rating* dos títulos emitidos pelas empresas, como mais uma ferramenta que possa auxiliá-los em seus investimentos, conforme a sua propensão ao risco. Em contrapartida, as empresas com a finalidade de captar recursos para financiar seus projetos, utilizam as classificações de risco de crédito como mais um mecanismo a representar a sua credibilidade.

Aos investidores, o uso do *rating* possibilita diversificar e alongar os prazos dos investimentos mediante utilização de um parâmetro comum de classificação internacional e de longo prazo, estabelece os limites de risco que estão dispostos a assumir, dimensionando o prêmio de risco que deve ser pago por determinado ativo.

Conforme a *Standard & Poor's* (2009), ao classificar as emissões de títulos, os seguintes aspectos são considerados: probabilidade e capacidade do emissor em efetuar o pagamento seguida da intenção em honrar seus compromissos financeiros de acordo com os termos da obrigação; a natureza e provisões da obrigação assumida e a proteção oferecida pela obrigação em caso de falência, reorganização e outros acordos previstos pela lei de falência e outras que possam afetar os direitos do credor.

Conforme a *Standard & Poor's* (2016) em um comunicado à imprensa, divulgações nos *ratings* de empresas brasileiras após rebaixar o *rating* de crédito do Brasil, para as operações de longo prazo, como são classificados os títulos de debêntures. Conforme a agência, os desafios políticos e econômicos enfrentados pelo país, a possibilidade de o governo limitar o acesso das entidades domésticas à moeda estrangeira e o aperto das condições de crédito no Brasil pressionam os *ratings* de grande parte das empresas domésticas.

Portanto, as empresas são afetadas, em maior ou menor grau, dependendo da configuração de seus negócios e da solidez que elas apresentam individualmente, e mesmo que apresentem um certo grau de isolamento da economia brasileira, tiveram alterações de *rating* de maneira que ficassem ajustadas ao teto soberano, ou ainda alterações na sua perspectiva ou foram colocadas em observação para reavaliação da nota. Desta forma fica evidenciada a interdependência entre os *ratings* soberanos e os de empresas privadas.

2.3 CLÁUSULAS RESTRITIVAS OU COVENANTS CONTRATUAIS

Smith e Warner (1979) foram os primeiros autores em analisar as cláusulas restritivas nos contratos de dívida, analisando os efeitos destas cláusulas visando reduzir o conflito entre acionistas e credores e identificaram os principais tipos de restrições contratuais, sendo que eles classificaram as cláusulas da seguinte forma: cláusulas de ativo, cláusulas de dividendos, cláusulas de financiamento e cláusulas de pagamento. Estes autores mostraram ainda, que as cláusulas podem reduzir em parte o problema de assimetria de informações e conflitos de interesse.

Os *covenants* compõem a estrutura dos contratos de financiamentos e colaboram para aumentar a segurança do crédito, pois através dos *covenants*, limites administrativos são impostos ao tomador do empréstimo. São especialmente importantes nos contratos de emissões de debêntures constituindo uma garantia acessória no financiamento com a finalidade de impor limites para a empresa tomadora de recursos, visando assegurar a capacidade de pagamento da dívida e assim, diminuindo o risco inerente a estas operações de crédito.

A definição das cláusulas restritivas no momento da emissão de um título de dívida tem por objetivo garantir que as premissas apresentadas na emissão continuem no decorrer do tempo até o vencimento da operação. Porém, ocorre a possibilidade de alterações e na tentativa de preservar o equilíbrio de condições entre a empresa emissora e os investidores e assegurar o pagamento da dívida, pode ser necessário a efetuar a repactuação dos *covenants*, sendo este um processo de renegociação entre o emissor e debenturistas detentores do título.

Watts e Zimmerman (1986) relatam que as demonstrações contábeis têm forte relevância no momento de decisão do investidor, bem como os *covenants* tem forte relação com as informações contábeis e frequentemente são escritos em termos de números contábeis.

Ramsay e Sidhu (1998) analisaram *covenants* dos contratos de dívida e efetuaram a classificação conforme as seguintes categorias:

Covenants de segurança: definidos pelas cláusulas que estipulam critérios para vencimento antecipado da dívida visando assegurar o recebimento da dívida por parte dos credores nas situações que geram insegurança quanto ao futuro da empresa. Como exemplo de cláusulas de segurança, o vencimento antecipado da dívida em caso de protestos de títulos, inadimplemento de obrigações pecuniárias e

não pecuniárias, declaração de vencimento antecipado de obrigação financeira, transferência de controle societário, garantias e declarações falsas referentes a emissão, entre outras;

Covenants baseados em dados contábeis: cláusulas que utilizam números contábeis ou indicadores contábeis e são contratados com a finalidade de limitar ações dos administradores como aumento da dívida ou venda de ativos. As demonstrações contábeis divulgadas e auditadas periodicamente permitem que o credor, juntamente com o agente fiduciário, acompanhe os indicadores contratados no momento da emissão e verifique durante o período do contrato da dívida se as condições da empresa são mantidas. Como exemplo, as cláusulas mais utilizadas nas emissões das debêntures baseadas em dados contábeis é o Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICDS), a razão entre Dívida Líquida e o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e o indicador EBITDA dividido pelo resultado financeiro;

Covenants baseados em dados não contábeis: são as cláusulas restritivas que buscam controlar aspectos não contábeis da emissora, principalmente cisão, fusão ou reorganizações societárias, alterações do objeto social da emissora entre outros.

Referente à classificação dos *covenants*, os autores Mather e Peirson (2006) classificam os *covenants* em dois grandes grupos: os contábeis e os não contábeis, evidenciando a relação e a importância das demonstrações contábeis em relação aos contratos de dívida. Christensen e Nikolaev (2012) também realizaram a classificação dos *covenants* em duas categorias: *capital covenants* e *performance covenants*. *Capital covenants* controlam os problemas de agência e *performance covenants* são formuladas em termos de indicadores de eficiência.

Os *covenants* estipulados em contratos de dívida podem apresentar descumprimento durante a vigência do contrato e implicar em sanções ao emissor. Smith (1993) destaca que as violações de *covenants* geram opções de investidores requerer o pagamento imediato da dívida e geralmente nestas ocorrências são utilizadas alternativas menos drásticas, como a renegociação, pagamento de prêmio e outras.

Silva (2008) menciona que as alternativas mais utilizadas na ocorrência de violação de *covenants* são exigir o pagamento antecipado e imediato da dívida ou a venda de ativos visando o pagamento desta dívida, a repactuação com a diminuição

do prazo para pagamento da dívida, a transformação da dívida em participações acionárias, o aumento de taxas de juros contratada, a restrição de contratação de novas dívidas e imposição de *covenants* adicionais ao contrato.

Demerjian (2014) cita que os *covenants* devem ter duas características: prover um gatilho para renegociação e que a medida utilizada no *covenant* deve ser informativa a respeito do valor futuro da empresa, ressaltando a utilidade do *covenant* como mecanismo de compromisso e proteção.

Shan, Tang e Winton (2014) salientam que embora a violação de uma cláusula restritiva constitui uma inadimplência sobre o acordo da dívida ela não aciona automaticamente os processos de falência, geralmente ocorre uma renegociação entre o credor e o devedor. Os autores destacam que *covenants* deveriam trabalhar o *trade-off* entre a necessidade de prevenir comportamentos exploradores contra os custos potenciais de renegociação.

Zhang e Zhou (2015) esclarecem que *covenants* são empregados *ex-ante* a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Cláusulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência.

No estudo empírico de Bradley e Roberts (2004), foram estudados os *covenants* em períodos de crise financeira e encontraram resultados onde os empréstimos efetuados durante o período de crise estão sujeitos a apresentar maior quantidade de *covenants* restritivos devido ao maior risco do mercado. O estudo resulta em relação positiva entre *covenants* e a busca por proteção do capital por parte dos investidores.

Sheng e Saito (2005) analisaram 24 emissões brasileiras no período de 1999 a 2001 e verificaram que, para ratings mais elevados, a padronização dos contratos de debêntures afeta as taxas de juros do contrato e para ratings baixos, a padronização não capta diferenças contratuais como repactuação programada e garantia.

Billett, King e Mauer (2007) estudaram os contratos de dívida emitidos no período de 1960 a 2003, no mercado americano e com dados disponíveis na *Mergent Fixed Income Securities Database*. No estudo identificaram que ocorre menor quantidade de *covenants* quando a espécie da dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado. Em contrapartida, um maior número de *covenants* é requerido quando os emissores possuem baixo *rating* e a dívida não tem a prioridade no recebimento.

A utilização de *covenants* busca também a redução dos conflitos de interesses entre as partes de um contrato de dívida. Referente aos custos de agência, Beatty, Weber e Yu (2008) concluem que os custos de agência podem ser maiores quando o contrato tem maior quantidade de *covenants*, tem prazo mais longo, tem maior relevância em relação ao valor da empresa e é rotativo.

Graham, Li e Qiu (2008) concluem em seus estudos referentes a 800 empresas americanas, no período de 1997 até 2002, que apresentaram a republicação das informações contábeis apresentam *covenants* adicionais nos contratos de dívida seguintes a republicação, evidenciando a perda de confiabilidade dos credores.

Em 96% das emissões privadas de dívida, ao menos um *covenant* contábil é contratado, conforme verificaram Roberts e Sufi (2009), em um estudo referente as empresas americanas com relatórios financeiros disponibilizados pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), no período de 1996 a 2005. No estudo, os autores evidenciaram como sendo mais comum a presença de *covenants* que visam a proteção contra a alavancagem financeira e cobertura de juros.

Silva (2008) pesquisou títulos de longo prazo e emissões brasileiras no período de 2000 a 2006 em uma amostra de 125 empresas. O número médio de *covenants* contábeis encontrados foi de 2,5 por contrato. O número é superior ao encontrado em estudo realizado por Mather e Peirson (2006), com dados de 39 empresas australianas e disponibilizados na *The Australian Stock Exchange* (ASX) que possuíam contratos no período de 1997 até 2000, sendo neste estudo a média apresentada foi de 2,3 *covenants* por contrato. Watts e Zimmerman (1986) que encontraram a média de 1,9 *covenants* contábeis por título. Adicionalmente, conforme os estudos de Demerjian (2014), efetuados em uma base de empréstimos privados de empresas americanas, no período de janeiro de 1995 a dezembro 2013, onde o autor encontrou a média de 2,5 *covenants* financeiros por contrato e verificou que em poucos contratos foram encontrados mais que 4 *covenants* financeiros.

Na literatura podemos encontrar a nomenclatura *covenants* contábeis que são também chamados de *covenants* financeiros.

Choi e Triantis (2010) verificam que os subscritores de dívida preferem contratos com a padronização de *covenants* para diminuir os custos de contratação e para que os subscritores não corram o risco de assumir *covenants* que foram negados juridicamente no passado.

Costello (2011) verificou que empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de *covenants* financeiros, onde os investidores substituem as proteções por meio de cláusulas restritivas por outras como o preço do ativo e classificação de risco de crédito.

De acordo com Beiruth (2015), a inclusão de cláusulas restritivas pode ocasionar conflitos e *trade-offs* e as empresas podem utilizar as mudanças contábeis voluntárias para efetuar o gerenciamento dos resultados com a intenção de não violar os *covenants* contratados.

Ferreira, Ferreira e Mariano (2014) estudaram as violações dos *covenants* utilizando a base dados disponibilizada no *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) referente ao período de 1994 até 2008. Analisaram o impacto no Conselho de Administração das empresas, demonstrando que ocorre um aumento médio de dois conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração destas empresas.

Demerjian (2014) estudou a relação entre a incerteza e *covenants* financeiros nos contratos de dívida, seguindo a hipótese que *covenants* podem ser utilizados para limitar a incerteza. Conforme o autor, a incerteza consta como o principal motivador para a utilização dos *covenants* financeiros, destacando que essa limitação possibilitada pelos *covenants* pode conter as ações por parte da empresa tomadora de recursos, através de análise de seus números contábeis, em períodos de tempo, o que possibilita o investidor acompanhar e efetuar o monitoramento da expectativa de recebimento do recurso investido ou da possibilidade de ocorrência da inadimplência.

Bozanic, Loumioni e Vasvari (2015) em seus estudos baseados em empresas americanas no período de 2000 até 2009, aplicaram a técnica de análise textual em uma amostra de contratos de dívida visando a normalização destas cláusulas restritivas financeiras e identificaram que os contratos securitizados possuem *covenants* mais padronizados, sendo que esta padronização aumenta a liquidez destes títulos no mercado primário e secundário.

2.3 1 Trabalhos Anteriores Sobre Cláusulas Restritivas

Os principais estudos anteriores relativos a cláusulas restritivas e que são relevantes para o estudo, estão citados e resumidos no Quadro 2.

Quadro 2 – Resumo dos principais estudos sobre *covenants*

(*Continua*)

Autores / Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Smith e Warner 1979	Efeitos das cláusulas restritivas nos contratos	Identificação de quatro principais tipos de restrições contratuais: 1) cláusulas de ativo; 2) cláusulas de dividendos; 3) cláusulas de financiamento; 4) cláusulas sobre o pagamento e mostraram que estas cláusulas tem o poder de reduzir em parte a assimetria de informações e conflitos de interesses existentes entre as partes.
Smith e Warner 1979	Grupos de <i>Covenants</i>	Três grupos principais de <i>covenants</i> . O primeiro grupo limita o pagamento de dividendos e recompra de ações, o segundo limita a quantidade de financiamentos e outros tipos de dívida e o terceiro grupo busca restringir a política de investimentos.
Watts e Zimmerman 1986	Relação entre <i>Covenants</i> e Demonstrações Contábeis	Relatam que as demonstrações contábeis têm forte relevância no momento de decisão do investidor, bem como os <i>covenants</i> tem forte relação com as informações contábeis e frequentemente são escritos em termos de números contábeis
Smith 1993	Violações dos <i>Covenants</i>	As violações tem consequencia e podem fazer com que o investidor requeira o pagamento imediato da dívida. Geralmente uma opção menos drastica e com possibilidade de negociação é efetuada
Ramsay e Sidhu 1998	Classificação dos <i>Covenants</i>	Classificaram os <i>covenants</i> existentes nos contratos de dívida nas seguintes categorias: <i>Covenants</i> de segurança, <i>covenants</i> baseados em dados contábeis e <i>covenants</i> baseados em dados não contábeis.
Beatty, Ramesh e Weber 2002	<i>Covenants</i> e Flexibilidade Contábil	Devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade da contabilidade. O <i>spread</i> nos empréstimos que excluem mudanças contábeis voluntárias é de 84 pontos-base menor do que para aqueles que incluem essas mudanças.
Bradley e Roberts 2004	<i>Covenants</i> e crise financeira	Empréstimos feitos durante períodos de depressão do mercado estão mais sujeitos a conter <i>covenants</i> restritivos, por conta do maior risco de mercado.

Quadro 2 – Resumo dos principais estudos sobre *covenants*

(Continua)

Autores / Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Sheng e Saito 2005	Debêntures padronizadas e <i>rating</i>	Analisaram 24 emissões no período de 1999 a 2001 e verificaram que para <i>ratings</i> mais elevados a padronização dos contratos de debêntures afeta as taxas de juros do contrato. Para <i>ratings</i> baixos a padronização não capta diferenças contratuais como repactuação programada e garantia.
Mather e Peirson 2006	Classificação dos <i>Covenants</i>	Classificaram em contábeis e não contábeis, evidenciando a importância das demonstrações contábeis para os contratos de dívida. Estudaram dívidas emitidas por empresas australianas, no período de 1997 até 2000.
Billett, King e Mauer 2007	Características do contrato e quantidade de <i>covenants</i>	Menor quantidade de <i>covenants</i> quando a dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado e uma maior quantidade de <i>covenants</i> quando os emissores têm baixo <i>rating</i> e a dívida não tem prioridade no recebimento.
Beatty, Weber e Yu 2008	<i>Covenants</i> e conflito de agência	Custos de agência são suscetíveis de serem maiores quando o empréstimo tem mais <i>covenants</i> , é de prazo mais longo e é maior em relação ao tamanho da empresa
Silva 2008	<i>Covenants</i> contratuais e práticas contábeis	O estudo investiga se os administradores de empresas brasileiras emissoras de debêntures realizam mudanças de práticas contábeis voluntárias para evitar a violação de <i>covenants</i> contábeis. Analisaram 125 emissões do ano 2000 a 2006 e concluíram que as empresas não realizaram mudanças de práticas contábeis voluntárias. Os principais motivos que fundamentam essa conclusão são: os baixos custos nos casos de violação dos <i>covenants</i> contábeis; a ativa normatização e fiscalização contábil das agências reguladoras de serviços públicos; e as empresas, em geral, já utilizam práticas contábeis pouco conservadoras.
Graham et al 2008	Republicação de Balanços	Empresas que republicaram as informações contábeis acabaram por ter <i>covenants</i> adicionais nos contratos de dívida posteriores a republicação.
Robert e Sufi 2009	Utilização de <i>Covenants</i>	Estudo referente as empresas americanas com relatórios financeiros disponibilizados pela Securities and Exchange Commission (SEC), no período de 1996 a 2005. Os autores evidenciaram como sendo mais comum a presença de <i>covenants</i> que visam a proteção contra a alavancagem financeira e cobertura de juros.
Choi e Triantis 2010	<i>Covenants</i> e padronização	Verificam que os subscritores de dívida preferem contratos com a padronização de <i>covenants</i> para diminuir os custos de contratação e para que os subscritores não corram o risco de assumir <i>covenants</i> que foram negados juridicamente no passado.
Costello 2011	Controles Internos e <i>covenants</i>	Empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de <i>covenants</i> financeiros e baseado em indicadores por parte dos credores

Quadro 2 – Resumo dos principais estudos sobre *covenants*

(conclusão)

Autores / Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Christensen e Nikolaev 2012	Classificação de <i>Covenants</i> Financeiros	Classificação em duas categorias, “capital <i>covenants</i> ” e “performance <i>covenants</i> ”. Capital <i>covenants</i> controlam os problemas de agência e performance <i>covenants</i> são formuladas em termos de indicadores de eficiência
Zhang e Zhou 2013	<i>Covenants</i> e conflito de agência	<i>Covenants</i> são empregados ex-ante a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Cláusulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência.
Demerjian 2014	Incerteza e <i>Covenants</i> Financeiros	A incerteza do recebimento pode ser destacada como a principal razão para o qual são delineados os <i>covenants</i> financeiros. A média de <i>covenants</i> financeiros é de 2,5 por contrato e que apenas um pequeno percentual de contratos possui mais do que 4 <i>covenants</i> financeiros
Shan, Tang e Winton 2014	Violação das cláusulas restritivas	A violação de uma cláusula constitui uma inadimplência sobre o acordo da dívida, mas não aciona automaticamente os processos de falência, ocorrendo geralmente uma renegociação.
Bozanic, Loumioti e Vasvari 2014	Padronização das cláusulas restritivas e aumento da liquidez dos títulos	Estudaram empresas americanas no período de 2000 até 2009, aplicaram a técnica de análise textual em uma amostra de contratos de dívida visando a normalização destas cláusulas restritivas financeiras e identificaram que os contratos securitizados possuem <i>covenants</i> mais padronizados, sendo que esta padronização aumenta a liquidez destes títulos no mercado primário e secundário.
Ferreira, Ferreira e Mariano 2014	Violação dos <i>Covenants</i> e membros do Conselho de Administração	Estudaram as violações dos <i>covenants</i> utilizando a base dados disponibilizada no Investor Responsibility Research Center (IRRC) referente o período de 1994 até 2008. Analisaram o impacto no Conselho de Administração das empresas, demonstrando que ocorre um aumento médio de dois conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração destas empresas.
Beiruth 2015	<i>Covenants</i> e IFRS	<i>Covenants</i> e os período posteriores a adoção do IFRS estão relacionados em seu estudo, concluiu que existe uma menor utilização de <i>covenants</i> elaborados com base em números contábeis, evidenciando uma redução da utilização de cláusulas restritivas nas emissões de debêntures brasileiras após o período de obrigatoriedade da utilização das normas contábeis.

Fonte: Elaborado pela autora.

3 MÉTODO

Os procedimentos metodológicos adotados nesta pesquisa estão descritos neste capítulo, iniciando com a classificação da pesquisa, o método, a amostra e a abordagem utilizada.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Este estudo pode ser classificado, quanto a sua abordagem ao problema de pesquisa, como de natureza qualitativa e quantitativa devido às características da amostra, pois a pesquisa é efetuada com base na análise das escrituras de emissões de debêntures.

Martins e Theóphilo (2009) citam que, quanto aos procedimentos, a pesquisa classifica-se como documental por utilizar dados e materiais não editados. A classificação do estudo quanto aos procedimentos técnicos pode então ser classificada como documental, pois o material de pesquisa não foi submetido a tratamento.

Caracteriza-se por uma investigação *ex-post facto*, por utilizar fatos já ocorridos, dos quais o pesquisador não pode controlar ou manipular as variáveis.

3.1.1 População e Amostra

Pode-se dizer que a população objeto do estudo é a das empresas de capital aberto brasileiras que lançaram debêntures públicas, com registro na CVM e de acordo com a ICVM 400. Já a amostra final é constituída pelas empresas que se enquadram nos critérios antes citados e, além disto, que tenham emitido debêntures no período entre janeiro de 2011 e março de 2016.

Excluíram-se da amostra as empresas do setor financeiro. Estas emitem debêntures com características especiais, com o intuito de formar *funding* para atividades de *leasing* ou assemelhados, e que são adquiridas por outras empresas do mesmo conglomerado financeiro ou por fundos de investimento geridos também por

empresas coligadas. Avaliar estas escrituras não acrescentaria significância ao trabalho, ao contrário, mostraria uma realidade que lhes é muito específica. As emissões efetuadas em conformidade da Instrução CVM 476, as quais são ofertadas apenas para um número restrito de investidores e não são precificadas pelo processo de *bookbuilding*, também foram excluídas da amostra, dadas estas características que as diferem das demais.

Reforça-se, pois, que foram estudadas apenas as emissões com registro na CVM e na modalidade Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003 - que regula as ofertas públicas como um todo - com o objetivo de prover as mesmas informações a todos os participantes do mercado, garantindo transparência, divulgação das informações da oferta, da companhia emissora, da instituição que oferece aos investidores o valor mobiliário e todos os demais envolvidos. Essa instrução exige o registro de toda oferta pública realizada, seja no mercado primário ou secundário.

Registre-se também que para a definição do período de estudo, foi considerada a inclusão da obrigatoriedade do uso das normas IFRS nas demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas de capital aberto no Brasil.

A amostra final ficou constituída, então, por 49 emissões, sendo 28 emissões do período de 01/01/2011 até 06/06/2013, considerado como o período de menor risco e 21 emissões efetuadas no período 07/06/2013 até 31/03/2016, definido como de maior risco. Observando-se que em 06 junho de 2013, a agência *Standard & Poor's* colocou a nota de crédito soberana do país em perspectiva negativa, daí o estabelecimento do período de maior risco a partir de 07 de junho de 2013.

O total de cláusulas restritivas estudadas no período de menor risco foi de 1.072 e de 812 cláusulas no período de maior risco.

Desta maneira, a composição da amostra da pesquisa pode ser considerada como de natureza não probabilística, pois ocorre uma escolha deliberada dos elementos da amostra, utilizando apenas os contratos de emissões de debêntures emitidas através da ICVM 400. Os resultados desta pesquisa não podem ser generalizados para a população, pois a amostra não probabilística não garante a representatividade da população.

3.1.2 Abordagem Utilizada

Delimitado o período de análise e a amostra final, ocorre uma divisão em dois grupos de dados: emissões de janeiro de 2011 até junho de 2013 são consideradas emissões efetuadas em período onde as condições apresentadas pelo risco soberano possuem menor risco e são comparadas com outro grupo de emissões, a partir da data de 07/06/13 até 31/03/2016, onde as condições macroeconômicas apresentam uma deterioração, com risco soberano maior e as agências de classificação de risco diminuindo gradativamente a nota dos títulos até a perda do grau de investimento do Brasil.

Conforme o relatório emitido em junho de 2013 pela *Standard & Poor's*, referente à classificação da perspectiva do *rating* brasileiro como negativa, a agência explica que a perspectiva negativa reflete o lento crescimento do PIB e o contínuo risco de uma política fiscal expansionista, além de fundamentos externos e fiscais mais fracos e a perda da credibilidade da política econômica. Estes foram os principais motivos que enfraqueceram o perfil financeiro do país e poderiam, na ausência de ações corretivas, resultar em um desempenho fiscal mais fraco e aumento na carga de endividamento do governo.

No Quadro 3 é demonstrado o histórico do *rating* soberano e a classificação efetuada pelas principais agências classificadoras de risco. Os dois períodos distintos considerados nas análises efetuadas como período de menor risco e período de maior risco são destacados no Quadro 3.

Quadro 3 – Histórico da classificação para a dívida de longo prazo do Brasil

Data	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Ação
	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	
5-mai-16			BB	BB			Redução da nota, com perspectiva para negativa
24-fev-16					Ba2	Ba2	Redução da nota com revisão da perspectiva para negativa
17-fev-16	BB	BB					Redução da nota
16-dez-15			BB+	BB+			Redução da nota
15-out-15			BBB-	BBB-			Redução da nota
9-set-15	BB+	BBB-					Redução da nota com revisão da perspectiva para negativa
11-ago-15					Baaa3	Baa2	Redução da nota com revisão da perspectiva para estável
27-jul-15	BBB-	BBB+					Revisão da perspectiva para negativa
9-abr-15			BBB	BBB			Revisão da perspectiva para negativa
9-set-14					Baa2		Revisão da perspectiva para negativa
21-mar-14	BBB-	BBB+					Redução da nota com revisão da perspectiva para estável
6-jun-13	BBB	A-					Revisão da perspectiva para negativa
18-dez-12	BBB	A-					Confirmação da nota
21-nov-12					Baa2	Baa2	Confirmação da nota
26-jul-12			BBB	BBB			Confirmação da nota
17-nov-11	BBB	A-					Elevação da nota, com perspectiva estável
25-ago-11		BBB+					Revisão da perspectiva para positiva
24-jun-11					Baa2	Baa2	Elevação da nota, com perspectiva positiva
23-mai-11	BBB-						Revisão da perspectiva para positiva
4-abr-11			BBB	BBB			Elevação da nota, com perspectiva estável
28-jun-10			BBB-	BBB-			Revisão da perspectiva para positiva
22-set-09					Baa3	Baa3	Elevação da nota, com perspectiva positiva
6-jul-09					Ba1	Ba1	Nota sob revisão
12-mai-09			BBB-	BBB-			Confirmação da nota
10-nov-08			BBB-	BBB-			Confirmação da nota
29-mai-08			BBB-	BBB-			Elevação da nota, com perspectiva estável
30-abr-08	BBB-	BBB+					Elevação da nota, com perspectiva estável

Fonte: Moody's, Fitch e Standard & Poor's

Período de Maior Risco

Período de Menor Risco

O objetivo desta subdivisão é exatamente permitir a comparação das características dos *covenants* e estruturas de cláusulas restritivas mais utilizadas em cada um dos períodos e assim evidenciar (ou não) as modificações na estrutura dos *covenants* em um cenário onde o risco soberano é maior, risco este que é percebido e que atinge todos os emissores, não apenas emissões soberanas, já que a nota soberana, regra geral, é o teto de nota para emissores privados.

3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

3.2.1 Coleta dos Dados

A fase de coleta de dados representa uma das etapas mais importantes e com a maior dificuldade do estudo, devido a inexistência de uma base de dados que incluísse todos os dados necessários para esta pesquisa, tornando-se então fundamental a construção de uma base de dados própria a partir da leitura de cada prospecto público e a escritura de cada emissão de debêntures.

Os documentos foram coletados e lidos manualmente e a construção da base de dados foi elaborada mediante a interpretação das escrituras de emissões, onde são contratadas e definidas as cláusulas restritivas da emissão. A abordagem utilizada para essa fase é a abordagem metodológica de análise documental.

Em uma escritura de emissão de debêntures é possível a emissão de várias séries, cada série consta como um ativo e possui prazos de vencimento e características próprias. Neste caso, de múltiplas séries de debêntures, apenas uma escritura é emitida e as condições são utilizadas para todas as séries emitidas.

Para a construção da base de dados foram utilizados os prospectos públicos de emissão e as escrituras das emissões de debêntures do período em análise, documentos os quais estão disponíveis nos endereços eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Sistema Nacional de Debêntures (SND), mantido pela ANBIMA.

Os dados referentes ao risco soberano estão disponíveis e foram consultados no site do Banco Central e das próprias agências classificadoras de risco, *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch Ratings*.

3.2.2 Tratamento dos Dados

Fase 1 - Classificação e contagem de cláusulas restritivas

Na sequência da elaboração da base de dados própria, as cláusulas restritivas foram classificadas de acordo com a metodologia proposta por Ramsay e Sidhu (1998), os quais definiram a classificação nas seguintes categorias: *covenants* de segurança, *covenants* contábeis e *covenants* não contábeis.

Nesta fase, foi realizada a classificação de 1.884 *covenants* presentes nas 49 escrituras que compõem a amostra, conforme Anexo I, sendo efetuada a leitura de cada cláusula e posterior classificação nas categorias descritas por Ramsay e Sidhu (1998), em conformidade com a determinação estabelecida na cláusula.

O período de análise tem início em 2011 devido à obrigatoriedade da utilização das normas IFRS no Brasil para as demonstrações contábeis. Bharath et al. (2008) reiteram que quanto maior for a qualidade contábil, menor será o custo da dívida.

Com a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, é esperado (*ceteris paribus*) que o custo de captação diminua e aumente a quantidade de empresas que buscam recursos. Conseqüentemente, o número de contratos de dívida existentes no mercado será maior e alinhado com a nova estrutura e conceitos adotados pelo IFRS, e possivelmente implicando em uma reestruturação das cláusulas restritivas nos contratos de dívida.

Entende-se que os relatórios contábeis possuem influência nas emissões de dívida e, portanto, se utiliza o período onde estas demonstrações contábeis já estão normatizadas.

A base de dados elaborada a partir das escrituras de emissões de debêntures e prospectos foi composta com os seguintes dados individuais:

- Ano da emissão;
- Data registro CVM
- Emissor;
- Ativo;
- Banco líder;
- Agente fiduciário;
- Conversibilidade das debêntures em ações;

- Setor da empresa;
- Valor da emissão;
- *Rating* da operação;
- Agência de classificação de *rating*;
- Prazo de pagamento e vencimento;
- Remuneração após processo *bookbuilding*;
- Quantidade colocada;
- Amortizações;
- Garantia;
- Número de cláusulas restritivas;
- Número de cláusulas restritivas classificadas como contábeis;
- Número de cláusulas restritivas classificadas como não contábeis;
- Número de cláusulas restritivas classificadas como de segurança.

A leitura e classificação das cláusulas restritivas subdivididas nas categorias: *covenants* de segurança, *covenants* contábeis e *covenants* não contábeis, conforme a classificação proposta por Ramsay e Sidhu (1998) foi efetuada manualmente, mediante leitura das 49 escrituras de debêntures ICVM 400 emitidas no período, as quais resultam em mais de 1.883 cláusulas restritivas verificadas no estudo.

A classificação do emissor em relação ao setor de atividade no qual atua foi efetuada de acordo com a classificação utilizada e disponibilizada no site do SND (Sistema Nacional de Debêntures).

A data de emissão da escritura das debêntures é associada as variações do risco soberano e são formados dois grupos de emissões, possibilitando a comparação das emissões nos dois períodos de risco soberano. O grupo associado ao período de menor risco compreende o período de janeiro de 2011 até 06 de junho de 2013. A partir de junho 2013, as condições macroeconômicas pioram e as agências de classificação de risco colocam a nota soberana em observação. O segundo período compreende, portanto, o período de maior risco, sendo consideradas as emissões que ocorrem no período de 07 de junho de 2013 até março de 2016.

Os dados complementares e as informações necessárias para análise das debêntures nas fases 2 e 3 também foram coletados no prospecto de oferta pública de distribuição de debêntures e se necessário, consulta na ata de assembleia geral de debenturistas.

O relatório anual de debenturistas foi utilizado para verificação do cumprimento das obrigações contratadas na escritura de emissão. Este procedimento visa acompanhar a emissão e possíveis alterações como descumprimento de *covenants*, pagamento de prêmios, *waivers*, inclusive o vencimento antecipado das debêntures.

Fase 2 – Avaliação do nível de restritividade das cláusulas contábeis e testes estatísticos

Após a etapa de classificação dos dados, foi efetuada uma análise que possibilite verificar quais alterações ocorrem nas estruturas dos *covenants* contábeis presentes nas escrituras emitidas em períodos de risco soberano diferentes.

O objetivo da análise é verificar quais as estruturas de *covenants* são mais utilizadas em cada período de risco soberano, adicionalmente se estas cláusulas são impactadas com maior nível de restritividade conforme o risco soberano apresentado na data de emissão da escritura de debêntures.

A evolução dos *covenants* durante o período do estudo foi verificada de acordo com a consulta no relatório anual divulgado pelo agente fiduciário aos debenturistas, considerando a base de 31 de dezembro de cada ano divulgado, sendo os índices financeiros calculados conforme a metodologia definida na escritura de emissão e divulgada pelo agente fiduciário.

Nesta fase, foram utilizados testes estatísticos de diferença de médias. O teste efetuado foi um teste do tipo t. Por meio dele é possível identificar se as duas médias são significativamente iguais ou diferentes. Busca-se um intervalo de confiança mínimo de 90%, o que significa dizer que o nível de erro máximo admitido é de 10%. Em outras palavras, o nível de significância de 90% indica que só há 10% de chance de afirmar-se sobre uma eventual existência de diferença entre a média de duas amostras, e esta afirmação estar errada. Este teste é bastante simples, e está disponível no software MS Excel.

Os testes serão aplicados para três tipos de *covenants* comuns a muitas escrituras:

a) Índice de Cobertura do Serviço da Dívida: quanto maior este índice, menor o risco. Assim, entende-se que as escrituras emitidas no período de maior risco

tenham exigência maior em relação a este índice quando comparada com as exigências no período de menor risco.

b) Índice Dívida Líquida / EBITDA ajustado: para este índice, do ponto de vista do risco, quanto menor, melhor. Assim, espera-se que as escrituras exijam índices menores no período de maior risco.

c) Índice EBITDA / Resultado Financeiro: aqui, do ponto de vista do risco, quanto maior, melhor. Assim, espera-se exigência de índices maiores no segundo período.

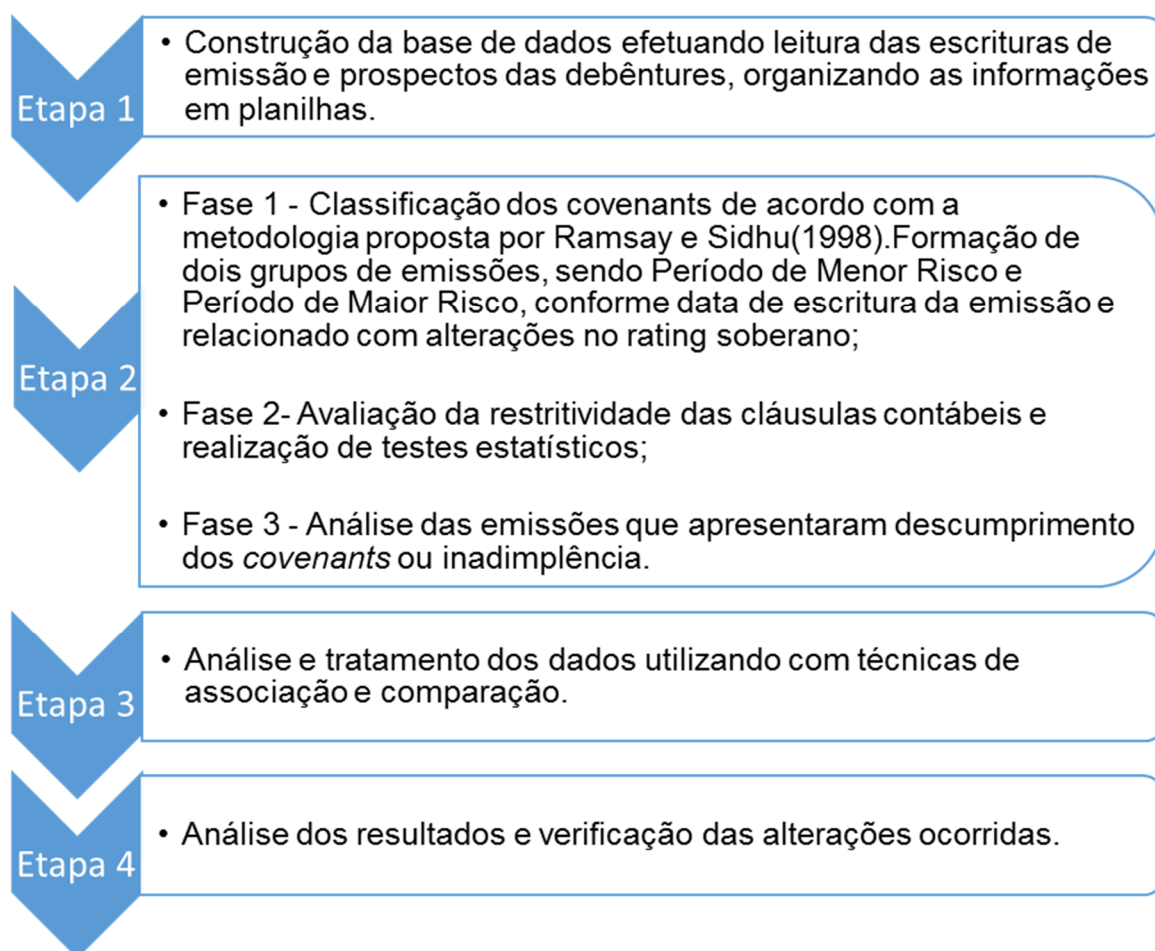
Vale o registro de que estes testes podem ajudar na interpretação dos resultados, mas, levando em conta que a amostra não é grande, sua representatividade é limitada.

Fase 3 – Análise das emissões que apresentaram descumprimento dos *covenants*

A verificação e análise das escrituras que apresentaram o descumprimento de obrigações contratadas na emissão, inconformidades, inadimplência ou outros eventos relevantes serão verificadas na fase 3, de maneira individualizada por ativo e de acordo com as divulgações do agente fiduciário, conforme as decisões das assembleias dos debenturistas disponibilizadas em atas.

De forma simplificada, pode-se apresentar de forma esquemática e resumida as seguintes etapas que compõem a metodologia desta pesquisa:

Figura 1 - Etapas do Procedimento da Pesquisa



Fonte: elaborado pela autora

Na Etapa 1, a construção da base de dados foi efetuada organizando e tabulando as informações em planilhas. Após, na Etapa 2 foram desenvolvidas a classificação, análise de restritividade e análise das emissões que apresentaram descumprimento ou inadimplência dos *covenants* durante o período de emissão e até a data de 30 de julho de 2016. Na Etapa 3, foram utilizadas técnicas de associação e comparação e finalmente na Etapa 4 foram analisados os resultados da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise de resultados é composta pela estatística descritiva da amostra, estudo das emissões múltiplas de debêntures durante o período de estudo, nível de restritividade dos *covenants* contábeis e as ocorrências de inadimplemento ou descumprimento das cláusulas restritivas contratadas. .

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA AMOSTRA

A base de dados foi composta por 49 escrituras de debêntures, sendo 28 emissões efetuadas no período de janeiro de 2011 a 06 de junho de 2013, denominado Período de Menor Risco e 21 emissões realizadas no período de 07 de junho de 2013 até 31 de março de 2016, no período denominado de Período de Maior Risco.

No período de 01/01/2016 a 31/03/2016 ocorre apenas uma emissão de debêntures na modalidade ICVM 400. Este único emissor é referente à sociedade de arrendamento mercantil controlada por instituição financeira. Portanto, em termos efetivos, o segundo período acaba na última emissão do ano de 2015.

Nas emissões que compõem a amostra, as agências classificadoras de risco contratadas pelos emissores constam como a *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*. A agência *Fitch* avaliou 13 emissões, a *Moody's* 16 e a *Standard & Poor's* 19. Algumas emissões informam a classificação da mesma emissão por mais de uma agência classificadora.

Conforme demonstrado no Quadro 4, as 49 escrituras de debêntures correspondem as emissões registradas na CVM durante o período da análise e disponibilizadas para consulta no site www.debentures.com.br.

O volume total de emissões no período 2011 a março 2016 foi de aproximadamente R\$ 33 bilhões de reais. No período de menor risco, o volume de emissões da amostra soma R\$ 22 bilhões, correspondendo a 65% das emissões do período total. Levando-se em conta que os períodos de menor e de maior risco são aproximadamente iguais, dois anos e meio para cada um, este primeiro resultado já demonstra um comportamento que é esperado, períodos de menor risco percebido são mais propícios à emissão de dívida corporativa. Tal deve ocorrer pela maior

disposição de ambos os lados, emissores e investidores estão mais confortáveis para investimento de capital e financeiro, respectivamente.

Os emissores do setor de transporte e logística e do setor de energia representam 57% do volume financeiro da amostra, o que demonstra que o mercado de debêntures é bastante concentrado no tipo de emissor e na característica do ativo. Diversificar a base de ativos ofertados é importante para aumentar a demanda por ativos para uma base maior de investidores, os quais necessitam de diversificação de prazos, indexadores e perfis de risco. Este processo favorece a liquidez e a formação de um mercado secundário, um problema que ainda necessita de atenção no mercado de debêntures.

Quadro 4 – Número de emissões e volume financeiro por setor

Setor/ Ano Num.Emissões/ Valor	Período Menor Risco						Período Maior Risco						Total Emissões	Total R\$(milhões)
	2011		2012		2013		2013		2014		2015			
	nº	Valor	nº	Valor	nº	Valor	nº	Valor	nº	Valor	nº	Valor		
Transporte e Logística	1	370.000	4	3.400.000	3	2.522.070	2	1.515.000	3	1.195.000	2	871.525	15	9.873.595
Energia	1	220.000	4	4.660.000	1	2.160.000	1	300.000	2	910.900	1	892.206	10	9.143.106
Empr. de Participações			3	2.788.500									3	2.788.500
Mineração									1	1.000.000	1	1.350.000	2	2.350.000
Construção Civil			2	1.600.000									2	1.600.000
Adm.Shopping Center			1	405.000	2	850.000							3	1.255.000
Petróleo e Gás							1	540.000			1	591.894	2	1.131.894
Comércio Varejista	2	800.000	1	300.000									3	1.100.000
Saneamento					1	1.000.000							1	1.000.000
Agronegócios							1	750.000					1	750.000
Financeiro											2	744.600	2	744.600
Autopeças					1	320.000			1	397.732			2	717.732
Aviação e Aeronáutica									1	300.000			1	300.000
Outras							1	300.000					1	300.000
Telecomunicações			1	293.985									1	293.985
Total	4	1.390.000	16	13.447.485	8	6.852.070	6	3.405.000	8	3.803.632	7	4.450.225	49	33.348.412

Fonte: Elaborado pela autora.

Notadamente, no período de maior risco, devido à conjuntura menos favorável, especialmente no mercado doméstico, ocorre uma forte retração no volume de emissões.

No período de 01/01/2011 até 06/06/2013, denominado período de Menor Risco, foram analisadas 28 escrituras de emissões. A classificação das cláusulas das emissões está caracterizada na Tabela 1.

Tabela 1 – Número de cláusulas por tipo de classificação no período

Período Menor Risco					
Emissão	Ativo	Cov.Contábeis	Cov.Segurança	Cov.Não Contábeis	Total Ativo
27/12/11	CPT11	1	13	34	48
10/03/11	ECPT11	3	12	23	38
26/07/11	LRNE14	1	11	28	40
27/10/11	UNDA12	2	14	29	45
19/09/12	ALGA12	2	13	23	38
01/04/12	BNDP16	0	8	16	24
09/02/12	BRML12	2	13	26	41
15/07/12	BRPR11	1	12	22	35
15/02/12	CMTR13	0	11	19	30
15/12/12	CART12	2	12	32	46
28/04/12	VOES14	1	13	26	40
15/10/12	ANHB14	1	11	21	33
03/09/12	ECCR12	2	14	30	46
09/10/12	ELSPA5	2	13	22	37
15/07/12	ENGI15	2	18	25	45
25/07/12	LRNE15	2	12	30	44
04/09/12	MMGP13	0	4	27	31
26/04/12	MRVE16	2	11	16	29
27/08/12	TPIS14	1	14	20	35
01/11/12	TAE13	0	12	22	34
26/04/13	BRML14	2	14	28	44
15/01/13	SBESA7	2	9	19	30
20/03/13	ECOV12	2	15	25	42
15/02/13	CMDT13	0	10	19	29
15/02/13	IGTA14	2	12	25	39
01/04/13	IOCH16	1	12	28	41
15/02/13	TSAE12	2	14	28	44
11/03/13	RDCO14	2	17	25	44
Total		40	344	688	1072
Média		1,43	12,29	24,57	38,29
Número Mínimo		0	4	16	24
Número Máximo		3	18	34	48

Fonte: Elaborado pela autora.

No período de 07/06/2013 até 31/03/2016, denominado período de Maior Risco foram analisadas 21 escrituras de emissões. A classificação das cláusulas das emissões está caracterizada na Tabela 2.

Tabela 2 – Número de cláusulas por tipo de classificação no período

Período Maior Risco					
Data Emissão	Ativo	Cov.Contábeis	Cov.Segurança	Cov.Não Contábeis	Total Ativo
15/06/13	RDVT11	2	14	25	41
28/10/13	TOWE12	2	13	31	46
15/09/13	GASP13	2	8	24	34
15/10/13	ANHB15	1	11	24	36
15/10/13	RESA11	0	13	23	36
15/11/13	TEPE11	1	14	28	43
15/10/14	AGRU12	1	12	28	41
15/10/14	ANHB16	1	11	22	34
15/06/14	FGEN13	0	15	28	43
28/04/14	IOCH17	1	12	28	41
14/07/14	LBRA11	2	14	29	45
11/03/14	OVTL13	3	13	25	41
29/04/14	STEN13	2	11	29	42
14/01/14	VALE18	0	12	19	31
18/05/15	CPSC13	0	10	23	33
10/04/15	CIEL14	1	15	27	43
21/12/15	GASP14	2	11	19	32
06/10/15	ENBR14	1	13	30	44
15/02/15	MRS17	2	16	28	46
19/03/15	SAIP11	0	14	19	33
15/08/15	VALE19	0	11	16	27
Total		24	263	525	812
Média		1,14	12,52	25,00	38,67
Número Mínimo		0	8	16	27
Número Máximo		3	16	31	46

Fonte: Elaborado pela autora.

Na sequência, a Tabela 3 demonstra a divisão por faixas de número de *covenants* presente nas emissões dos dois períodos de risco.

Tabela 3 – Número de *covenants* em cada período de risco

Total de Covenants X Período Análise do Risco					
Total de Covenants	Menor Risco	Freq.	Maior Risco	Freq.	Total
0 a 30	5	17,9%	1	4,8%	6
31 a 35	5	17,9%	7	33,3%	12
36 a 40	6	21,4%	1	4,8%	7
41 a 45	9	32,1%	10	47,6%	19
46 a 50	3	10,7%	2	9,5%	5
Total	28		21		49

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se que no período de menor risco, 57,1% das emissões tinham até 40 cláusulas restritivas, ao passo que 42,9% tinham mais de 40 cláusulas. No período de maior risco, o percentual de emissões com até 40 *covenants* foi de 42,3%, ao passo que o percentual com mais de 40 *covenants* subiu para 57,1%.

Relembrando que neste trabalho foi utilizada a classificação dos *covenants* proposta por Ramsay e Sidhu (1998), cuja caracterização está novamente demonstrada a seguir:

Covenants de segurança: definidos pelas cláusulas que estipulam critérios para vencimento antecipado da dívida;

Covenants baseados em dados contábeis: cláusulas que utilizam números contábeis ou indicadores contábeis; são contratados com a finalidade de limitar ações dos administradores como aumento da dívida ou venda de ativos. As demonstrações contábeis divulgadas e auditadas periodicamente permitem que o credor, juntamente com o agente fiduciário, acompanhe os indicadores contratados no momento da emissão e verifique durante o período do contrato da dívida se as condições da empresa são mantidas.

Covenants baseados em dados não contábeis: são as cláusulas restritivas que buscam controlar aspectos não contábeis da emissora, principalmente cisão, fusão ou reorganizações societárias, alterações do objeto social da emissora entre outros.

Na Tabela 4, pode-se observar o número máximo, mínimo e a média dos *covenants* classificados conforme Ramsay e Sidhu(1998) e presentes nas escrituras que formam a base de dados.

Tabela 4 – Classificação e número de *covenants* por escritura

	Número de <i>Covenants</i>	<i>Covenants</i> Contábeis	<i>Covenants</i> de Segurança	<i>Covenants</i> Não Contábeis
<u>Período Menor Risco</u>				
Número Máximo	48	3	18	34
Número Mínimo	24	0	4	16
Média	38,29	1,43	12,29	24,57
Desvio	5,34	0,72	1,81	3,78
<u>Período Maior Risco</u>				
Número Máximo	46	3	16	31
Número Mínimo	27	0	8	16
Média	38,67	1,14	12,52	25,00
Desvio	4,95	0,75	1,55	3,43

Fonte: Elaborado pela autora.

Os números máximos e mínimos por categoria, bem como a média e desvios de cláusulas restritivas são apresentados e demonstram que entre os dois períodos de risco analisados, as cláusulas restritivas não sofrem influência significativa das variações de risco soberano apurados na data de emissão destes títulos, embora fosse esperado que o aumento do risco resultasse em um número maior de cláusulas restritivas.

Demerjian (2014) argumenta que a incerteza no recebimento pode ser destacada como a principal razão para a utilização dos *covenants*. Em um período de risco elevado o aumento da incerteza deveria refletir numa maior utilização dos *covenants*.

Observando o número total de *covenants* nos dois períodos de risco, é possível constatar que o número de *covenants* total não foi influenciado pelo risco soberano. O número máximo de cláusulas por contrato e o número mínimo são mantidos, com variação não relevante nos dois períodos.

No que se refere à classificação, nos *covenants* não contábeis e nos *covenants* de segurança, é observado que não ocorrem alterações na quantidade de cláusulas nos dois períodos, a distribuição é mantida na média.

Ao analisar a amostra, o período de maior risco possui 6 emissões sem nenhum sem nenhum *covenant* contábil em relação ao total de 21 emissões do período. Em contrapartida, na amostra das emissões do período com menor risco, onde apenas 5 das 28 emissões não mencionam nenhum *covenant* contábil.

Em relação ao número máximo de *covenants* por escritura, foi verificado no período de menor risco, constando de 48 cláusulas restritivas, a primeira emissão pública da empresa Cachoeira Paulista Transmissora de Energia S.A. O rating da

emissão foi de br.AA+ atribuído pela *Standard&Poor's* e garantias adicionais como alienação fiduciária de ações e contas de reserva financeira foram exigidas.

No período de maior risco, a emissão com o maior número de cláusulas restritivas é da emissora BR Towers SPE1 S.A., foram verificadas 46 cláusulas restritivas. O rating da emissão foi AA(bra) emitido pela *Fitch Rating* e foi exigida garantia real para a emissão.

Importante mencionar que nas duas emissões que representam o maior número de *covenants*, foi verificado a utilização de três *covenants* contábeis, representando o número máximo de *covenants* contábeis encontrados pela amostra total.

Na totalidade da amostra, conforme a Tabela 5, foi verificado que em 78% das emissões apresentam ao menos um *covenant* contábil. Os estudos de Roberts e Sufi (2009), realizados em empresas americanas de capital aberto, no período de 1995 a 2006, utilizando as informações destas empresas reportadas para a *Securities and Exchange Commission* (SEC), demonstram que 96% das emissões privadas de dívida possuem ao menos um *covenant* contábil.

Tabela 5 – Número de *covenants* contábeis por escritura

Covenants Contábeis por período					
Total de <i>Covenants</i>	Menor Risco		Maior Risco		Total
		Freq.		Freq.	
0	5	17,9%	6	28,6%	11
1	7	25,0%	7	33,3%	14
2	15	53,6%	7	33,3%	22
3	1	3,6%	1	4,8%	2
Total	28		21		49

Fonte: Elaborado pela autora.

Em relação aos *covenants* contábeis mais utilizados nas escrituras que formam a amostra, são destacados os que utilizam os índices de cobertura de juros, índices de liquidez e nível de endividamento. Nos estudos de Ramsay e Sidhu (1998), destacaram-se os *covenants* contábeis referentes a nível de endividamento, índice de liquidez e pagamento de dividendos.

Conforme a Tabela 6, no período de menor risco, 5 emissões não apresentaram *covenant* contábil, sendo que 4 emissores pertenciam ao segmento energia e possuíam o *rating* mais elevado ou o segundo mais elevado na classificação de risco da emissão ou ainda, apresentaram fiança ou garantia real para os ativos.

Tabela 6 – Emissões que não apresentam *covenants* contábeis no período

Emissões sem <i>covenants</i> contábeis					
Período Menor Risco					
Ativo	BNDP16	CMTR13	MMGP13	TAAE13	CMDT13
<i>Rating</i>	Aaa.br	Aa1.br	Aa2.br	AAA(bra)	Aa1.br
Setor	financeiro	energia	energia	energia	energia
Garantia	não	fiança	garantia	não	não

Fonte: Elaborado pela autora.

Um dos emissores representa o BNDES Participações S/A e obteve o *rating* mais elevado na classificação do ativo. A elevada classificação de risco (baixo risco) e/ou a existência de garantia real provavelmente explicam a não exigência de *covenant* contábil pelos credores.

Foi observado, conforme a Tabela 7, que no período de maior risco, 35% da amostra, representando 6 escrituras identificadas pelos ativos, não apresentavam *covenants* contábeis. Estes 6 emissores possuíam características de *rating* da emissão das debêntures com classificação máxima ou no mínimo, a segunda melhor classificação na escala de risco e os emissores pertencem ao segmento de transporte e logística e energia, onde a presença de um regulador nas concessões é verificada, ou ainda, apresentavam garantias reais para a emissão.

Esta constatação permite intuir que os investidores percebem menor risco em atividades como concessões públicas, dada a característica de serviço essencial (energia, rodovia), bem como da regulação existente sobre a atividade.

Registre-se que, conforme a Tabela 7 apresentada na sequência, outra emissão sem exigência de *covenant* contábil é a da empresa Vale Mineração que é também concessão, mas tem característica diversa de serviço essencial. Aqui, ao que parece, a não exigência parece decorrer da nota de crédito máxima, bem como da reputação e posição relevante da Vale no mercado mundial de mineração, onde a empresa se coloca como a maior produtora e exportadora mundial de minério de ferro.

Tabela 7 – Emissões que não apresentam *covenants* contábeis no período

Emissões sem <i>covenants</i> contábeis						
Período Maior Risco						
Ativo	RESA11	FGEN13	VALE18	CPSC13	SAIP11	VALE19
Rating	brAAA	AA+(exp)	brAAA	brAA(sf)	AA+	brAAA
Setor	energia	energia	mineração	financeiro	transp e log.	mineração
Garantia	não	garantia	não	garantia	garantia	não

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme demonstrado na Tabela 8, aproximadamente 82% das emissões estudadas na amostra, apresentam de 11 a 15 cláusulas classificadas como de segurança.

Tabela 8 – Quantidade de *covenants* de segurança por escritura

Covenants de Segurança por período					
Total de Covenants	Menor Risco		Maior Risco		Total
		Freq.		Freq.	
0 a 5	1	3,6%	0	0,0%	22
6 a 10	3	10,7%	2	9,5%	5
11 a 15	22	78,6%	18	85,7%	40
16 a 20	2	7,1%	1	4,8%	3
Total	28		21		49

Fonte: Elaborado pela autora.

As cláusulas de segurança mais utilizadas nas emissões são relacionadas ao vencimento antecipado da dívida por inadimplemento de obrigação pecuniária da emissora, inadimplemento de obrigação não pecuniária, protesto, solicitação de falência, recuperação extrajudicial, transferência do controle societário sem autorização dos debenturistas, declarações falsas informadas na escritura e documentos da emissão, transformação da sociedade em uma sociedade limitada, entre outras.

Conforme demonstrado na Tabela 9, aproximadamente 74% das emissões estudadas na amostra, apresentam de 21 a 30 cláusulas classificadas como cláusulas não contábeis.

Tabela 9 – Quantidade de *covenants* não contábeis por escritura

Covenants Não Contábeis por período					
Total de <i>Covenants</i>	Menor Risco	Freq.	Maior Risco	Freq.	Total
0 a 10	0	0,0%	0	0,0%	0
11 a 20	6	21,4%	4	19,0%	10
21 a 30	20	71,4%	16	76,2%	36
31 a 40	2	7,1%	1	4,8%	3
Total	28		21		49

Fonte: Elaborado pela autora.

As cláusulas não contábeis mais utilizadas nas emissões são relacionadas às exigências de manter departamento para atendimento ao debenturista, contratação de auditoria externa, agente fiduciário, banco mandatário e agência de classificação de risco, obrigações da emissora em manter registro e cumprir as determinações da CVM, manter a contabilidade atualizada de acordo com os princípios vigentes no Brasil, utilização dos recursos da emissão conforme descritos no prospecto e as notificações ao agente fiduciário caso ocorra o descumprimento de obrigações contratadas na escritura ou sempre que for questionado e nos prazos acordados para as informações que devem ser divulgadas para o relatório anual, entre outras obrigações.

A CVM editou em 2004 a Instrução CVM 404, que disciplina o processo simplificado para registro e distribuição de debêntures padronizadas e utilização do processo simplificado de registro. Nesta modalidade, uma série de restrições são impostas e isto pode explicar a não utilização do modelo proposto.

A ANBIMA também lançou uma proposta de padronização em outubro de 2015 para as emissões Instrução CVM 400 e Instrução CVM 476 e tem mantido esforços contínuos para que os agentes utilizem o modelo padronizado nestas modalidades de emissão para as escrituras de debêntures. A utilização do modelo padronizado tem por objetivo incentivar a emissão e a negociação de debêntures, sendo justificada pela necessidade de aprimorar e desenvolver o mercado de capitais, favorecendo a transparência, maior agilidade e aumento da liquidez destes títulos.

O modelo disponibilizado define parâmetros mínimos para a elaboração das escrituras, tanto para distribuições com esforços amplos ou restritos. Esses parâmetros se referem às formas de redação e ordenação de cláusulas, a uniformização de cálculo e à consolidação dos aditamentos à escritura original.

A adesão é voluntária e a expectativa é que, ao facilitar a comparação e a precificação dos ativos, a iniciativa ganhe o reconhecimento do mercado.

Foi verificado que as cláusulas indicadas na escritura padronizada, conforme o modelo disponibilizado pelo ANBIMA é reproduzido a partir das melhoras práticas, observadas no decorrer do tempo, desde a Instrução CVM 404. Nas escrituras emitidas nos dois períodos é verificado que um padrão é estabelecido e a partir de outubro de 2015, a adequação de padronização disponibilizado pela ANBIMA foi introduzido nas escrituras, pode-se considerar, portanto, que ocorre a adesão do modelo pelos emissores.

As cláusulas do modelo padronizado, seguindo a classificação de Ramsay e Sidhu (1998), caracterizam-se em 22 cláusulas de segurança, pois tratam do vencimento antecipado da dívida, e 19 cláusulas não contábeis.

Conforme a Lei 6.404/76, nas emissões de debêntures é obrigatória a intervenção de agente fiduciário dos debenturistas, sendo designado como o representante legal da comunhão de interesses dos debenturistas, protegendo seus direitos junto à emissora. O agente fiduciário possui poderes próprios também atribuídos pela Lei para, na hipótese de inadimplência da companhia emissora, declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios, executar garantias reais ou, se não existirem, requerer a falência da companhia, entre outros.

Na amostra de 49 emissões do estudo, apenas 6 empresas distintas constam como agentes fiduciários. Os agentes fiduciários são nomeados, sendo pessoas naturais que satisfaçam os requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.

No processo de emissão, uma instituição financeira é responsável por estruturar e coordenar todo o processo de emissão, desde a modelagem, preparação da documentação para registro na CVM, distribuição e apuração do *bookbuilding*. Também é responsável pela realização de uma diligência (*due diligence*) para verificar as informações da emissora utilizadas na elaboração do prospecto. Foi possível observar apenas 13 diferentes bancos de investimento representados como coordenador líder das emissões da amostra, portanto, poucos agentes operam como coordenador líder e agente fiduciário no mercado de debêntures no brasileiro.

4.1.2 Emissões Múltiplas no Período de Estudo

Nesta etapa de análise dos resultados, foram verificadas e comparadas as escrituras de um mesmo emissor, sendo que esse emissor tenha efetuado mais de uma emissão na modalidade ICVM 400 e no período compreendido do estudo.

A empresa Concessionária do Sistema Anhanguera Bandeirantes S/A – (Autoban) efetuou 3 emissões de debêntures: uma emissão no período considerado de menor risco, em 15/10/12 e duas emissões no período considerado de maior risco, ocorridas em 15/10/13 e 15/10/14.

A empresa foi a primeira emissora de debêntures incentivadas pela Lei 12.431, promulgada pelo governo federal em 2011, com benefícios tributários para aplicações financeiras em instrumentos de mercado que têm por objetivo financiar investimentos em infraestrutura, e conforme mostra a Tabela 10, o total de cláusulas restritivas por emissão, bem como a distribuição destas cláusulas na classificação é semelhante nas 3 emissões e nos dois períodos de risco.

Tabela 10 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Autoban

Emissão	Período	Total <i>Covenants</i>	Contábeis	Segurança	Não Contábeis
15/10/2012	Menor Risco	33	1	11	21
15/10/2013	Maior Risco	36	1	11	24
15/10/2014	Maior Risco	34	1	11	22

Fonte: Elaborado pela autora.

Realizando a análise das 3 emissões, conforme o resumo na Tabela 11, é possível verificar a manutenção do *rating* na maior escala nacional, o prazo das emissões é constante de 5 anos, sendo o indexador da primeira emissão, na série remunerada em 109% do DI, no montante de R\$ 965 milhões e nas demais séries o IPCA.

Esta emissão foi comparada à taxa da emissão e à taxa de referência NTN-B (Notas do Tesouro Nacional, série B), considerado o título soberano de referência para o vencimento. Conforme Wajnberg (2014), o potencial do artifício criado pelo Governo ao enquadrar as debêntures na Lei 12.431, foi evidenciado na emissão de R\$ 135 milhões da empresa Autoban, com taxa de juros de 2,71% ao ano mais a variação da

inflação medida pelo IPCA. Na data da emissão, em 2012, portanto no período de menor risco, a remuneração dessa debênture representava *spread* de 0% em relação ao título público federal de prazo equivalente.

Conforme demonstra a Tabela 11, as demais emissões da Autoban emitidas no período de maior risco, apresentaram *spread* negativo em relação a comparação do título soberano equivalente.

A diferença entre a taxa da operação e o título de referência, o qual foi nominado *spread* NTN-B não evidenciou que o aumento de risco soberano tenha causado impacto na remuneração exigida pelos investidores na emissão de debêntures da empresa. Tendo em vista ser esperado que títulos de emissores não soberanos paguem remuneração superior aos títulos do Tesouro, ainda que este não seja um objetivo do presente trabalho, estes números são eloquentes em demonstrar que, neste caso, a Lei 12.431, que introduziu as debêntures incentivadas, efetivamente permitiu um custo de captação menor para os emissores, o que viabiliza mais facilmente a rentabilidade de seus investimentos.

Tabela 11 – Dados das emissões da empresa Autoban

Emissão	Valor	Rating	Agência	Vencimento	Indexador	Spread	Spread NTN-B
15/10/2012	1.100.000.000	brAAA	S&P	15/10/17	DI e IPCA	2,71	0,01%
15/10/2013	450.000.000	Aaa.br	Moody's	15/10/18	IPCA	4,88	-0,38%
15/10/2014	545.000.000	Aaa.br	Moody's	15/10/19	IPCA	5,43	-0,15%

Fonte: Elaborado pela autora.

Em 2015, após protocolar uma nova oferta na CVM, a empresa Sistema Anhanguera Bandeirantes S/A solicitou a interrupção da oferta de debêntures no volume de R\$ 930 milhões, com prazo de 5 anos.

Devido à decisão da Justiça de São Paulo em antecipar o fim do contrato de concessão para 2018, a emissora, que é a concessionária das rodovias Anhanguera e Bandeirantes e controlada pelo Grupo CCR, pode ter o vencimento antecipado de quase R\$ 2,2 bilhões em dívidas no mercado de capitais.

No mês de fevereiro de 2016, a emissora e os bancos coordenadores optam por não prosseguir com o processo de registro da oferta junto à CVM para a colocação das debêntures, justificando o cancelamento, conforme comunicado ao mercado divulgado pela emissora, principalmente devido às atuais condições desfavoráveis de mercado.

A empresa Lojas Renner efetuou duas emissões de debêntures, ambas no período de menor risco. Na Tabela 12 é demonstrada a quantidade de cláusulas contábeis, de segurança e não contábeis sendo possível verificar que não ocorrem alterações expressivas no número de cláusulas, exceto nas cláusulas contábeis.

Tabela 12 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Lojas Renner

Emissão	Período	Total <i>Covenants</i>	Contábeis	Segurança	Não Contábeis
26/07/2011	Menor Risco	40	1	11	28
25/07/2012	Menor Risco	44	2	12	30

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa lochpe Maxion efetuou duas emissões de debêntures, sendo uma em cada período de risco. Na Tabela 13 é analisada a quantidade de cláusulas e mesmo ocorrendo emissões em dois períodos de risco soberano distintos, a quantidade de clausulas foi mantido em igual número.

Tabela 13 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor lochpe Maxion

Emissão	Período	Total <i>Covenants</i>	Contábeis	Segurança	Não Contábeis
01/04/2013	Menor Risco	41	1	12	28
28/04/2014	Maior Risco	41	1	12	28

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa Companhia de Gás de São Paulo – COMGAS efetuou duas emissões de debêntures, sendo ambas no período de maior risco. Na Tabela 14 é informada a quantidade de cláusulas demonstrando que a quantidade geral de cláusulas foi mantida em ambas as emissões.

Tabela 14 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor COMGAS

Emissão	Período	Total <i>Covenants</i>	Contábeis	Segurança	Não Contábeis
15/09/2013	Maior Risco	34	2	8	24
21/12/2015	Maior Risco	32	2	11	19

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa Vale S/A efetuou duas emissões de debêntures, sendo ambas no período de maior risco. Na Tabela 15 é demonstrada a quantidade de cláusulas demonstrando que a quantidade geral de clausulas não apresenta variações elevadas.

Tabela 15 – Classificação cláusulas das escrituras do emissor Vale S/A

Emissão	Período	Total <i>Covenants</i>	Contábeis	Segurança	Não Contábeis
14/01/2014	Maior Risco	31	0	12	19
15/08/2015	Maior Risco	27	0	11	16

Fonte: Elaborado pela autora.

4.1.3 Nível de Restritividade dos *Covenants*

Para efetuar a verificação dos *covenants* financeiros das emissões que compõem a amostra, foram consultadas as escrituras de emissão das debêntures, onde é estipulado o valor ao qual deverá ser atingido o índice e os critérios de cálculo.

O critério de cálculo é determinado em cada escritura, não utilizando necessariamente uma metodologia igual para todos. Características de cálculo incluindo demonstrações consolidadas por grupos de empresas ou garantidores de operações podem ser determinadas.

Nas tabelas seguintes, foi mencionado apenas um ativo, mesmo que na escritura seja emitido mais de uma série de ativos. Neste caso, conforme determinado na escritura de emissão, os *covenants* são sempre utilizados para todas as séries de ativos efetuados pela emissão.

Necessário observar que nem todos os *covenants* foram localizados ou disponibilizados pelos respectivos agentes fiduciários, que deveriam divulgar anualmente o relatório de debenturistas conforme determina a escritura de emissão.

A verificação dos índices dos *covenants* realizados no período seguinte às emissões dos títulos foram analisadas e tabuladas com data de referência em 31 de dezembro de cada ano, e de acordo com a divulgação no relatório de debenturistas, obrigação anual do agente fiduciário.

Na sequência são apresentados os *covenants* mais utilizados na amostra das emissões do período de estudo. Adicionalmente, é efetuado a análise do nível de restritividade nos dois períodos de risco com o objetivo de verificar se o risco soberano impacta em um grau de restritividade maior ou menor nos *covenants* contábeis.

Os emissores que apresentaram eventos de inadimplemento contratual também são evidenciados por ativo, bem como a verificação de utilização de *covenants* específicos para determinadas emissões.

4.1.3.1 *Covenant* Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD)

O cálculo do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) é realizado pela divisão do EBITDA ajustado e consolidado, representando a geração de caixa operacional, pelo serviço da dívida, representada pela parcela de juros mais principal do período, com base em informações registradas nas demonstrações financeiras da do emissor das debêntures, em determinado período.

Nos projetos de setores de infraestrutura que contam com a participação do BNDES, é exigido um ICSD maior ou igual a 1,3 do emissor, conforme determinam as condições para *project finance* disponibilizadas em www.bndes.gov.br

Os valores obtidos através deste indicador são acompanhados por um “x” para indicar quantas vezes é a cobertura do serviço da dívida. Um ICSD menor do que 1x significa que o fluxo de caixa é negativo, ou seja, ele não seria suficiente para realizar os pagamentos devidos no período de tempo analisado. Neste caso, o risco é claro e mostra que o investimento analisado é uma opção não adequada (FABOZZI, 2008).

Conforme a Tabela 16, as emissões realizadas em ambos os períodos de risco apresentam a mesma média do nível de restritividade do *covenant*, evidenciando que o *rating* soberano não causa impacto no nível de restritividade deste *covenant*.

Tabela 16 – *Covenant* do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida

Covenant Índice de Cobertura do Serviço da Dívida									
Emissão	Ativo	Emissor	Rating	Limite	Média	2012	2013	2014	2015
Período de Menor Risco					1,18				
27/12/11	CPTE11	CACHOEIRA PAULISTA TRANSM. DE ENERGIA S/A	br.AA+	> ou = 1,10	1,10		1,40	1,35	1,53
10/03/11	ECPT11	CONC. ROD. AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/A	Aa2.br	> ou = 1,20	1,20	1,90	2,49	1,62	1,32
15/12/12	CART12	CONCESSIONARIA AUTO RAPOSO TAVARES S/A	A1.br	> ou = 1,20	1,20	4,90	2,80	1,30	1,60
15/02/13	TSAE12	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	AA(bra)	> ou = 1,20	1,20		6,80	4,10	3,70
11/03/13	RDCO14	RODOVIAS DAS COLINAS S.A	AA(bra)	> ou = 1,20	1,20		6,80	4,90	3,80
Período de Maior Risco					1,18				
15/06/13	RDVT11	CONCESSIONARIA RODOVIAS DO TIETE S/A	Aa2.br	> ou = 1,00	1,00				1,82
28/10/13	TOWE12	BR TOWERS SPE1 S/A	AA(bra)	> ou = 1,10	1,10				7,33
15/11/13	TEPE11	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S/A	AA+bra	> ou = 1,30	1,30			1,75	1,19
29/04/14	STEN13	SANTO ANTONIO ENERGIA S/A	brAA+	> ou = 1,20	1,20			1,61	0,79
15/10/14	AGRU12	CONCES. DO AEROPORTO INT. DE GUARULHOS S/A	AA(exp)bra	> ou = 1,30	1,30				

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme demonstrado na Tabela 17, o teste de diferença de médias, do tipo *t*, unicaudal com o objetivo de verificar se o índice do *covenant* ICSD aumentou significativamente no período de maior risco. O resultado demonstra que não há diferença significativa do ponto de vista estatístico.

Tabela 17 – *Teste t Covenant* do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida

<i>Teste t</i>			
Emissão	Ativo	Emissor	Limite
Média Período de Menor Risco			1,18
27/12/11	CPTE11	CACHOEIRA PAULISTA TRANSM. DE ENERGIA S/A	1,10
10/03/11	ECPT11	CONC. ROD. AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/A	1,20
15/12/12	CART12	CONCESSIONARIA AUTO RAPOSO TAVARES S/A	1,20
15/02/13	TSAE12	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	1,20
11/03/13	RDCO14	RODOVIAS DAS COLINAS S.A	1,20
Média Período de Maior Risco			1,18
15/06/13	RDVT11	CONCESSIONARIA RODOVIAS DO TIETE S/A	1,00
28/10/13	TOWE12	BR TOWERS SPE1 S/A	1,10
15/11/13	TEPE11	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S/A	1,30
29/04/14	STEN13	SANTO ANTONIO ENERGIA S/A	1,20
15/10/14	AGRU12	CONCES. DO AEROPORTO INT. DE GUARULHOS S/A	1,30
p-valor unicaudal			0,50

Fonte: Elaborado pela autora.

4.1.3.2 *Covenant* Dívida Líquida / EBITDA

Damodaran (1998) esclarece que a determinação da classificação de risco atribuída por agências classificadoras de *rating* está diretamente relacionada aos índices de coberturas de juros e nível de endividamento da empresa, o que reforça a importância de sua correta avaliação pelos investidores.

Os principais indicadores para análise do risco de inadimplência e endividamento são os que utilizam a associação direta entre a geração de caixa operacional da companhia e o nível de compromissos com terceiros – os juros e o principal da dívida.

Segundo Martins (1998), a sigla EBITDA corresponde a *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou seja, significa “Lucro antes dos Juros, Impostos (sobre lucro), Depreciações e Amortizações – LAJIDA.

No caso da relação Dívida Líquida / EBITDA a lógica é inversa a dos índices de cobertura de juros, pois quanto menor for a relação Dívida Líquida / EBITDA mais facilmente a empresa terá condições de quitar sua dívida onerosa, menos alavancada encontra-se a empresa e maior é a solidez financeira.

Na Tabela 18, a média das emissões efetuadas no período de menor risco foi de 3,55 e no período de maior risco elevou-se para 3,66. Pelas médias apresentadas, houve menor restrição no período de maior risco, uma vez que a exigência de geração de caixa em relação à dívida líquida ficou menor, o que não é esperado. A diferença não é significativa do ponto de vista estatístico.

Tabela 18 – *Covenant* Dívida Líquida / EBITDA

Covenant Dívida Líquida/EBITDA Ajustado									
Emissão	Ativo	Emissor	Rating	Limite	Média	2012	2013	2014	2015
Período de Menor Risco					3,55				
10/03/11	ECPT11	CONC. ROD. AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/A	Aa2.br	< ou = 4,0	4,00	3,72	3,58	3,83	3,91
26/07/11	LRNE14	LOJAS RENNER S/A	brAA+	< ou = 2,5	2,50	0,74	0,64	1,28	1,04
27/10/11	UNDA12	UNIDAS S/A	A-(bra)	< ou = 3,5	3,50	1,82	1,06	2,16	2,24
09/02/12	BRML12	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	Aa2.br	< ou = 3,8	3,80	0,31	2,66	2,53	3,28
28/04/12	VOES14	CONC. ROD. OESTE DE SAO PAULO - VIAOESTE	brA+	< ou = 4,0	4,00	1,59	1,24	1,33	1,08
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	Aa3	< ou = 3,85	3,85	2,67	3,13	-	-
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	Aa3	< ou = 5	5,00	-	-	-	3,08
25/07/12	LRNE15	LOJAS RENNER S/A	brAA+	< ou = 3,0	3,00	0,74	0,64	1,28	1,04
27/08/12	TPIS14	TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S/A	A+(bra)	< ou = 4,0	4,00	-	4,91	3,93	2,72
03/09/12	ECCR12	ECORODOVIAS CONCESSOES E SERVICOS S/A	brAA+	< ou = 3,5	3,50	-	-	-	2,36
19/09/12	ALGA12	ALGAR TELECOM S/A	brAA-	< ou = 2,25	2,25	1,63	1,85	2,05	1,84
15/10/12	ANHB14	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	brAAA	< ou = 4,0	4,00	1,24	1,28	1,53	1,72
09/10/12	ELSPA5	ELETROPAULO METROPOL. ELETR. DE S.P. S/A	Aa1.br	< ou = 3,5	3,50	4,90	2,50	2,50	3,47
15/01/13	SBESA7	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	brAA+	< ou = 3,65	3,65	-	-	3,64	3,26
15/02/13	IGTA14	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A	AA+(bra)	< ou = 3,5	3,50	-	2,61	3,12	3,35
15/02/13	TSAE12	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	AA(bra)	< ou = 3,5	3,50	-	1,80	1,60	1,70
11/03/13	RDCO14	RODOVIAS DAS COLINAS S/A	AA(bra)	< ou = 3,5	3,50	-	1,80	2,10	2,30
20/03/13	ECOV12	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S/A	br.AAA	< ou = 3,5	3,50	-	1,15	1,59	1,38
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	brA	< ou = 4,0	4,00	-	3,30	-	-
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	brA	< ou = 3,2	3,20	-	-	3,35	-
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	brA	< ou = 2,5	2,50	-	-	-	3,83
26/04/13	BRML14	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	Aa2.br	< ou = 3,8	3,80	-	2,66	2,53	3,28
Período de Maior Risco					3,66				
15/09/13	GASP13	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Aa1.br	< ou = 4,0	4	-	1,49	1,28	0,78
15/10/13	ANHB15	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	Aaa.br	< ou = 4,0	4	1,24	1,28	1,53	1,72
11/03/14	OVTL13	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S/A	A(bra)	< ou = 3,1	3,1	-	-	2,73	2,34
28/04/14	IOCH17	IOCHPE-MAXION S/A	brA	< ou = 4,0	4	-	-	3,35	3,83
14/07/14	LBRA11	LIBRA TERMINAL RIO S/A	AAbra	< ou = 4,0	4	-	-	2,8	3,00
15/10/14	ANHB16	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	Aaa.br	< ou = 4,0	4	1,24	1,28	1,53	1,72
15/02/15	MRSL17	MRS LOGISTICA S/A	brAA+	< ou = 3,0	3	-	-	-	2,23
10/04/15	CIEL14	CIELO S/A	AAA(bra)	< ou = 3,0	3	-	-	-	1,61
06/10/15	ENBR14	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	Aa3.br	< ou = 3,5	3,5	-	-	-	1,68
21/12/15	GASP14	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Aa1.br	< ou = 4,0	4	-	-	-	0,78

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme demonstrado na Tabela 19, o teste de diferença de médias, do tipo t , unicaudal com o objetivo de verificar se o índice do *covenant* Dívida Líquida / EBITDA aumentou significativamente no período de maior risco. O resultado demonstra que não há diferença significativa do ponto de vista estatístico.

Tabela 19 – Teste *t* Covenant do Índice Dívida Líquida / EBITDA

Teste <i>t</i>			
Emissão	Ativo	Emissor	Limite
Média Período de Menor Risco			3,55
10/03/11	ECPT11	CONC. ROD. AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/A	4,00
26/07/11	LRNE14	LOJAS RENNER S/A	2,50
27/10/11	UNDA12	UNIDAS S/A	3,50
09/02/12	BRML12	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	3,80
28/04/12	VOES14	CONC. ROD. OESTE DE SAO PAULO - VIAOESTE	4,00
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	3,85
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	5,00
25/07/12	LRNE15	LOJAS RENNER S/A	3,00
27/08/12	TPIS14	TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S/A	4,00
03/09/12	ECCR12	ECORODOVIAS CONCESSOES E SERVICOS S/A	3,50
19/09/12	ALGA12	ALGAR TELECOM S/A	2,25
15/10/12	ANHB14	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	4,00
09/10/12	ELSPA5	ELETROPAULO METROPOL. ELETR. DE S.P. S/A	3,50
15/01/13	SBESA7	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	3,65
15/02/13	IGTA14	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A	3,50
15/02/13	TSAE12	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	3,50
11/03/13	RDCO14	RODOVIAS DAS COLINAS S/A	3,50
20/03/13	ECOV12	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S/A	3,50
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	4,00
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	3,20
01/04/13	IOCH16	IOCHPE-MAXION S/A	2,50
26/04/13	BRML14	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	3,80
Média Período de Maior Risco			3,66
15/09/13	GASP13	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	4,0
15/10/13	ANHB15	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	4,0
11/03/14	OVTL13	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S/A	3,1
28/04/14	IOCH17	IOCHPE-MAXION S/A	4,0
14/07/14	LBRA11	LIBRA TERMINAL RIO S/A	4,0
15/10/14	ANHB16	CONCES. DO SIST. ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	4,0
15/02/15	MRSL17	MRS LOGISTICA S/A	3,0
10/04/15	CIEL14	CIELO S/A	3,0
06/10/15	ENBR14	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	3,5
21/12/15	GASP14	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	4,0
p-valor unicaudal			0,30

Fonte: Elaborado pela autora.

4.1.3.3 *Covenant* EBITDA / Resultado Financeiro

O índice também pode ser chamado de índice de cobertura de juros, e relaciona o EBITDA com as despesas financeiras do emissor, identificando a capacidade de pagamento destas despesas (SILVA, 2010).

Este índice evidencia quantas vezes o lucro operacional é maior que as despesas financeiras. Em geral, quanto maior a cobertura, menor o risco quanto ao endividamento. Uma cobertura menor que um indica que a empresa tem prejuízo após as despesas financeiras.

O indicador é utilizado para verificar a capacidade de gerar caixa operacional visando o pagamento de encargos financeiros resultantes de endividamento, possibilitando além de mediar a capacidade da empresa em honrar as dívidas, permite avaliar o perfil e qualidade do endividamento passado, bem como avalia as condições de captação com a melhor aferição da qualidade dos gastos nas despesas financeiras. Conforme Neto (2003), no setor privado, considera-se saudável que a empresa tenha uma operação com cobertura de caixa de no mínimo 3, gerando caixa no mínimo 3 vezes o valor dos encargos financeiros.

Conforme a Tabela 20, a média observada para o *covenant* no período de menor risco é de 1,85 e no período de maior risco, o nível de restritividade foi elevado para a média de 2,73.

Tabela 20 – EBITDA / Resultado Financeiro

Covenant EBITDA/Resultado Financeiro									
Emissão	Ativo	Emissor	Rating	Limite	Média	2012	2013	2014	2015
Período de Menor Risco					1,85				
26/07/11	LRNE14	LOJAS RENNER S/A	brAA+	> ou = 2,0	2,00	32,03	31,43	14,57	13,20
27/10/11	UNDA12	UNIDAS S/A	A-(bra)	> ou = 1,5	1,50	4,14	8,64	3,46	2,87
09/02/12	BRML12	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	Aa2.br	> ou = 1,75	1,75	9,45	1,86	2,47	2,86
25/07/12	LRNE15	LOJAS RENNER S/A	brAA+	> ou =2,0	2,00	32,03	31,43	14,57	13,20
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	Aa3	> ou = 2,50	2,50	3,02	2,71	-	-
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	Aa3	> ou = 1,70	1,70	-	-	-	2,16
27/08/12	TPIS14	TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S/A	A+(bra)	> ou = 1,5	1,50	-	1,81	2,57	1,95
03/09/12	ECCR12	ECORODOVIAS CONCESSOES E SERVICOS S/A	brAA+	> ou = 2,0	2,00	-	-	-	3,11
19/09/12	ALGA12	ALGAR TELECOM S/A	brAA-	> ou = 2,0	2,00	5,49	5,47	4,28	4,05
09/10/12	ELSPA5	ELETROPAULO METROPOL. ELETR. DE S.P. S/A	Aa1.br	> ou = 1,75	1,75	2,04	4,08	4,10	2,77
15/01/13	SBESA7	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	brAA+	> ou = 1,5	1,50	-	-	4,84	5,59
15/02/13	IGTA14	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A	AA+(bra)	> ou = 2,0	2,00	-	5,53	4,02	3,15
20/03/13	ECOV12	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S/A	br.AAA	> ou = 2,0	2,00	-	9,01	6,04	4,27
26/04/13	BRML14	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	Aa2.br	> ou = 1,75	1,75	-	1,86	2,47	2,86
Período de Maior Risco					2,73				
11/03/14	OVTL13	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S/A	A(bra)	> ou = 3,20	3,2	-	-	3,66	3,24
14/07/14	LBRA11	LIBRA TERMINAL RIO S/A	AAbra	> ou = 1,0	1	-	-	7,70	1,50
15/02/15	MRS17	MRS LOGISTICA S/A	brAA+	> ou = 4,0	4	-	-	-	4,88

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se na Tabela 21 que no período de maior risco, a exigência efetivamente é maior em relação a este índice ($2,73 > 1,85$). Neste último teste, há significância estatística, com um p valor de 0,02, indicando baixa probabilidade de erro do tipo I. Todavia, há que se olhar com reserva este resultado, pelo pequeno número de elementos na amostra, especialmente no segundo período.

Tabela 21 – Teste *t* *Covenant* do EBITDA / Resultado Financeiro

Teste t			
Emissão	Ativo	Emissor	Limite
Média Período de Menor Risco			1,85
26/07/11	LRNE14	LOJAS RENNER S/A	2,00
27/10/11	UNDA12	UNIDAS S/A	1,50
09/02/12	BRML12	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	1,75
25/07/12	LRNE15	LOJAS RENNER S/A	2,00
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	2,50
15/07/12	ENGI15	ENERGISA S/A	1,70
27/08/12	TPIS14	TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S/A	1,50
03/09/12	ECCR12	ECORODOVIAS CONCESSOES E SERVICOS S/A	2,00
19/09/12	ALGA12	ALGAR TELECOM S/A	2,00
09/10/12	ELSPA5	ELETROPAULO METROPOL. ELETR. DE S.P. S/A	1,75
15/01/13	SBESA7	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	1,50
15/02/13	IGTA14	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A	2,00
20/03/13	ECOV12	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S/A	2,00
26/04/13	BRML14	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	1,75
Média Período de Maior Risco			2,73
11/03/14	OVTL13	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S/A	3,20
14/07/14	LBRA11	LIBRA TERMINAL RIO S/A	1,00
15/02/15	MRSL17	MRS LOGISTICA S/A	4,00
p-valor unicaudal			0,02

Fonte: Elaborado pela autora.

Além dos *covenants* contábeis destacados como os mais utilizados, outros foram verificados em emissões de setores específicos, sendo destacados como exemplo:

Índice Financeiro Patrimônio Líquido / Passivo Total

Índice Dívida Líquida / Propriedades para Investimento

Índice Patrimônio Líquido / Ativo

Índice Dívida Líquida + Imóveis a Pagar / Patrimônio Líquido

Índice Total de Recebíveis + Receita a apropriar + Estoques / Dívida Líquida + Imóveis a Pagar + Custos a Apropriar

Índice Dívida Financeira / Capital Total

Índice de Alavancagem: Capital Social / Total do Passivo + PL

Índice de Dívida de Curto Prazo / Dívida Total

Índice Financeiro Patrimônio Líquido / Ativo (mensurado antes e após o início de operação de uma turbina).

4.1.4 Ocorrências de Inadimplemento ou Descumprimento dos *Covenants*

O não cumprimento dos *covenants* contratados pode ter diferentes impactos, incluindo, mas não se restringindo ao vencimento antecipado da dívida, limitação de distribuição de dividendos ou mesmo aumento nos volumes depositados em contas reservas.

As informações referentes aos emissores que apresentaram descumprimento, inadimplência, reconstrução ou outros motivos relacionados aos *covenants* contratados nas respectivas escrituras de emissão de debêntures, foram analisadas até a data de 30/07/16, conforme as informações divulgadas e disponibilizadas pelo respectivo agente fiduciário.

A emissora Concessionária de Rodovias do Tiete S/A, que efetuou a emissão em 15/06/13, no período de maior risco, apresentou dificuldades no cumprimento dos *covenants* financeiros como o ICSD e índice de Dívida Financeira / Capital Total contratado em 85/15. Em assembleia realizada em dezembro de 2015, os debenturistas aceitaram o pagamento de prêmio adicional *flat* de 0,55% sobre o valor da dívida. Adicionalmente, foi solicitado pelo emissor a dispensa do cumprimento do *covenant* ICSD.

O emissor lochpe Maxion efetuou uma emissão em 01/04/13 no período de menor risco e outra em 28/04/14, no período de maior risco. Foi efetuada a reconstrução do *covenant* contábil Dívida Líquida / EBITDA da primeira emissão com limite de 3 para 4. Também foi efetuada a alteração da remuneração das debêntures emitidas no período de menor risco de 99% do CDI para CDI +2% aa., portanto finalizando as duas emissões com o mesmo nível de restritividade do *covenant* e remuneração.

A emissora Termelétrica Pernambuco III S/A efetuou emissão em novembro de 2013, no período de maior risco. A empresa não enviou os relatórios contábeis referente ao ano de 2014 e ocorreu decisão em assembleia de debenturistas para cobrança de *fee* de 3% sobre saldo devedor como penalidade pela não apresentação dos documentos. Em 2015, o *covenant* ICSD não foi cumprido e ocorreu a chamada de assembleia de debenturistas para analisar o vencimento antecipado. Na assembleia, tendo havido falta de quórum, esta foi postergada e em 04/07/16, foi lavrada ata com decisões sobre taxa adicional de remuneração das debêntures, constituição de fundo de reserva para resgate antecipado, decisão de não pagamento de dividendos, entre outras deliberações.

A emissora Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S/A emitiu debêntures em 15/10/14, período de maior risco e após a conclusão de todas as obras do projeto, a distribuição de dividendos está condicionada ao atingimento do *covenant* ICSD. Esta emissão possui garantia adicional, na qual a emissora tem apresentado dificuldades em cumprir ou manter fiança bancária.

O emissor Libra Terminal Rio S/A emitiu em 14/07/14, no período de maior risco, e necessitou diminuir o nível de restritividade dos *covenants* contratados originalmente conforme assembleia de debenturistas realizada em novembro de 2015, sendo acordado o pagamento de prêmio adicional de risco e constituição de garantia real das debêntures. Em setembro de 2016, nova assembleia deverá decidir se ocorre vencimento antecipado devido a alteração de *rating*, pois a emissora apresenta *rating* atual com duas notas abaixo da nota da época da emissão e conforme a escritura esse rebaixamento poderá ocasionar o vencimento antecipado da dívida.

O emissor Ouro Verde Locação e Serviços S/A emitiu em 11/04/14, no período de maior risco, e em novembro de 2015, de acordo com a ata da assembleia de debenturistas, ficou decidida a alteração do nível de restritividade dos *covenants* mediante pagamento de nova sobretaxa como prêmio de risco e ajuste do prazo de

pagamento das debêntures (trimestralmente). Em julho de 2016, nova assembleia foi chamada para prorrogar o prazo de pagamento de parcelas de juros ou utilizar conta de reservas para efetuar o pagamento.

O emissor Santo Antônio Energia S/A emitiu em 29/04/14, período de maior risco, em dezembro 2014 a emissora efetua pagamento de prêmio de 0,50% *flat* sobre o valor da dívida atualizada devido a não manutenção do *covenant* ICSD firmado em 1,2. Na sequência, em 18/12/2015, os debenturistas aprovaram a não manutenção de ICSD, de no mínimo, 1,2 na apuração de 31/12/15 e mediante a condição desta aprovação a emissora deveria pagar, à vista, em moeda corrente nacional, em 05/01/2016, um prêmio equivalente a 0,80% *flat*. Ainda, em maio de 2016 a emissora efetua pagamento de 0,10% *flat* aos debenturistas devido à dificuldade em manter contas de reserva e cumprimento de *covenants* e garantias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou analisar as cláusulas restritivas das debêntures emitidas na modalidade ICVM 400 no período de janeiro de 2011 até março de 2016 e verificar se é possível observar alterações nas cláusulas restritivas das debêntures em um cenário de elevação do risco soberano.

A análise foi efetuada com as escrituras das debêntures agrupadas em dois períodos distintos de risco, associando a data de emissão da dívida ao *rating* soberano. Após a realização da metodologia proposta e da análise de resultados, de acordo com o objetivo do estudo, foi possível demonstrar que não ocorrem alterações estruturais nos *covenants* dos contratos de emissões, embora as alterações de risco tenham consequências econômicas na captação de investimentos para as empresas.

Portanto, embora seja esperado que o risco soberano cause alterações nos *covenants*, o *rating* soberano não causa alterações significantes nas cláusulas restritivas das escrituras de debêntures no período estudado.

A padronização das escrituras de emissão de debêntures, a utilização de cláusulas que se repetem, a qualidade do risco dos emissores do período estudado, o processo de emissão pública e com registro utilizado para estas captações podem justificar as motivações dos investidores em não exigir cláusulas mais restritivas em um período de maior risco.

No período de maior risco, ocorre o descumprimento e inadimplemento de várias emissões. A não observação rigorosa das cláusulas ou a exigência de cláusulas mais restritivas por parte dos investidores pode revelar um erro de avaliação por parte destes. O volume de emissões no período de maior risco é drasticamente reduzido em quantidade de emissões e volume financeiro, revelando que essa pode ser a principal reação do investidor – a perda do interesse por estes títulos. Em contrapartida, a elevação dos prêmios pagos nas emissões pode ter sido considerado como suficiente para mitigar o risco, sem ampliar o nível de restritividade das cláusulas nos contratos de debêntures.

Referente aos objetivos específicos, como analisar a estruturação dos *covenants* e mecanismos de mitigação de risco e evidenciar as emissões que apresentaram descumprimento ou inadimplemento das cláusulas, foram realizados e os resultados encontrados mostram a importância e utilidade dos *covenants*, possibilitando a compreensão de novos emissores, credores e consultorias utilizadas

na preparação e análise de contratos de emissões devido a apresentação de cláusulas que resultaram em vencimento antecipado, automático ou mediante a consulta em assembleia de debenturistas, para reavaliação de *covenants* e consequente, aumento da taxa de juros devido ao maior risco apresentado pelas empresas tomadoras no decorrer do período ou ainda, o pagamento de prêmio adicional de risco.

Dificuldades em cumprir os *covenants* financeiros e manter o *rating* apurado pelas agências classificadoras no início do contrato resultaram em eventos nos quais os debenturistas e os emissores efetuaram acordos, bem como pagamento de prêmios adicionais de risco e repactuações para garantir a continuidade dos contratos até o vencimento.

Conforme análise da Deloitte (2016), utilizando dados divulgados pelo Bacen, o mercado de dívida, crédito e capitais no início de 2016 reflete a percepção de elevação de risco dos financiadores, com aumento de *spread*, exigência de garantias adicionais e maiores níveis de inadimplência nos contratos de empréstimos para as empresas, redução do volume de novas concessões de crédito e emissões de títulos. Neste cenário, renegociações de contratos e reperfilamento de dívidas de empresas são efetuados com empréstimos de menor prazo, como empréstimos ponte, aguardando o momento oportuno para efetuar as emissões de captação estruturadas com prazo maior. Adicionalmente, as remunerações atrativas dos títulos públicos absorvem os recursos que poderiam estar direcionados aos investimentos em debêntures, inclusive as debêntures de infraestrutura.

Este cenário justifica a ocorrência de apenas uma emissão de debêntures na modalidade ICVM 400 no período de janeiro a março de 2016. Esta única emissão no primeiro trimestre de 2016 foi excluída da base de dados pois o emissor é sociedade de arrendamento mercantil controlada por instituição financeira. Também justificado pelo cenário macroeconômico desfavorável, a ocorrência de vários inadimplementos e descumprimento dos *covenants* contratados nas escrituras das emissões. Os investidores aceitam prêmios de risco em detrimento a ações mais drásticas, como exigir o pagamento antecipado da dívida.

Analisado o nível de restritividade dos principais *covenants* contábeis utilizados na amostra nos dois períodos, demonstrou-se que este também não sofreu alterações importantes. Um questionamento adicional torna-se necessário para esse

entendimento, pois o investidor deveria exigir uma garantia maior visando o pagamento do capital investido.

Este trabalho também mostrou que grande parte dos emissores são detentores de concessões públicas para oferta de serviços essenciais, como estradas, energia e outros serviços públicos, muitos deles tendo emitido debêntures incentivadas pela Lei 12.431 e isso pode justificar o comportamento do investidor ao efetuar a análise dos investimentos. O investidor pessoa física, atraído pelo incentivo fiscal, e eventualmente sem a cultura financeira necessária a uma boa análise do risco, adquiriu os mesmos sem a ciência exata do risco incorrido. Esta pode ser uma sugestão de pesquisa futura: entender as razões e/ou o processo de aquisição destes títulos que se tornaram inadimplentes por parte de investidores pessoas físicas.

Uma vez que o resultado encontrado não segue a racionalidade esperada, torna-se necessário ampliar as pesquisas neste campo. Pode-se indicar também como sugestão de futuras pesquisas nesta área, a utilização de uma base de dados que inclua as emissões de outras modalidades, como as ICVM 476, além de recursos captados em outras modalidades de crédito, além das debêntures.

O estudo das escrituras de emissões, prospectos, relatório de agentes fiduciários e atas de debenturistas utilizadas na composição da base de dados da amostra foi obtida manualmente, mediante a leitura de cada emissão, análise individual, identificação e classificação das cláusulas, mediante a exigência de estudo e trabalho dedicado para essa montagem de dados, que vale a ênfase neste momento.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Christiana. Introdução aos ratings da Moodys. **Moody's Comentário Especial, Moody's Investor Service, Global Credit Research**, 1999.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Comparativo de valores mobiliários**. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em 15/01/16.

ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of Brazilian corporate debêntures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 45-84, 1999

BEATTY, Anne; WEBER, Joseph; YU, Jeff Jiewei. Conservatism and debt. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 2, p. 154-174, 2008.

BEIRUTH, Aziz Xavier. Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil. **Tese de Doutorado**. Universidade de São Paulo.

BEIRUTH, Aziz Xavier; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Um Ensaio Sobre a Adoção das International Financial Reporting Standards em Covenants Contratuais. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 1, p. 1-22, 2016.

BHARATH, Sreedhar T.; SUNDER, Jayanthi; SUNDER, Shyam V. Accounting quality and debt contracting. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 1-28, 2008.

BILLET, Matthew T.; KING, Tao-Hsien Dolly; MAUER, David C. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 697-730, 2007.

BONE, Rosemarie Bröker. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Perspectiva Econômica**, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006.

BOZANIC, Zahn; LOUMIOTI, Maria; VASVARI, Florin P. Corporate loan securitization and the standardization of financial covenants. **Working Paper**, 2015.

BRADLEY, Michael; ROBERTS, Michael R. The structure and pricing of corporate debt covenants. **6th Annual Texas Finance Festival**, 2004.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da Universidade de São Paulo**. São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

CANTOR, Richard; FALKENSTEIN, Eric. Testing for rating consistency in annual default rates. **The Journal of Fixed Income**, v. 11, n. 2, p. 36-51, 2001.

CANTOR, Richard; MANN, Chris. Are Corporate Bond Ratings Procyclical?. **Moody's Investors Service Special Comment (September)**, 2003.

CANUTO, Otaviano; SANTOS, PF dos. Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes. **Temas de Economia Internacional**, v. 1, 2003.

CHOI, Albert; TRIANTIS, George. Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions. **The Yale Law Journal**, p. 848-924, 2010.

CHRISTENSEN, Hans B.; NIKOLAEV, Valeri V. Capital versus performance covenants in debt contracts. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 75-116, 2012.

COSTELLO, Anna M. et al. The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 97-136, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**; Bookman, 1998.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value so Any Asset**; USA, Wiley Frontiers in Finance, 1996

DAMODARAN, Aswath. **Gestão estratégica do risco**. Bookman Editora, 2008.

Debêntures. O maior banco de dados sobre debêntures. Recuperado em 20 de janeiro de 2016, de <http://www.debentures.com.br>.

DE MATOS, Joao Amaro. **Theoretical foundations of corporate finance**. Princeton University Press, 2001.

DEANGELO, Harry; MASULIS, Ronald W. Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 2, p. 453-464, 1980.

DEMERJIAN, Peter R. Uncertainty and debt covenants. **Available at SSRN 2066731**, 2014.

FABOZZI, Frank J. (Ed.). **Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments**. John Wiley & Sons, 2008.

FABOZZI, Frank J. **Mercados, análise e estratégias de bônus: títulos de renda fixa**. Qualitymark Editora Ltda, 2000.

FERREIRA, Daniel; FERREIRA, Miguel; MARIANO, Beatriz. Unfriendly creditors: Debt covenants and board independence. **Working Paper**, 2014.

FILGUEIRA, A. L. L.; LEAL, R. P. C. **Uma análise das cláusulas das escrituras de emissão de debêntures brasileiras após a estabilização econômica**. In: Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração - ANPAD, XXII, 1998, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998. CD-ROM.

GRAHAM, John R.; LI, Si; QIU, Jiaping. Corporate misreporting and bank loan contracting. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 44-61, 2008.

- HALE, Galina; SANTOS, João A.C.. The decision to first enter the public bond market: The role of firm reputation, funding choices, and bank relationships. **Journal of Banking & Finance**. Vol.32, p. 1928-1940. 2008
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, October 1976, p.305-360.
- KIMURA, H. **Evidências Empíricas de Aspectos Determinantes do Tipo de Debênture em Emissões no Mercado Brasileiro**. In: Anais VI Semead, São Paulo, 2003.
- KRAUTER, E. **O ambiente econômico e as emissões de debêntures no Brasil**. In: SINGET, 4., 2007, Anais...Resende: AEDB, 2007.
- MARSH, P. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. **The Journal of Financial**. Vol.37, n.1, Mar. 1982, p.121-144.
- MARTINS, Eliseu. **EBITDA – O que é isso? IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços**. São Paulo: Boletim IOB 06/98, p. 1-7, 1998.
- MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica**. Editora Atlas, 2009.
- MATHER, Paul; PEIRSON, Graham. Financial covenants in the markets for public and private debt. **Accounting & Finance**, v. 46, n. 2, p. 285-307, 2006.
- MATOS, J. A. Theoretical foundations of corporate finance. Princeton, NJ: **Princeton University Press**, 2001.
- MATSUO, A. K.; EID JR., W. **Influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado brasileiro**. In: EBFIN, 4., 2004, Rio de Janeiro. Anais...Rio de Janeiro: SBFIN, 2004.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, p. 433-443, 1963.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. **Journal of Financial Economics**. Vol.13, n.2, p.187-221, June 1984.
- MYERS. Stewart C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**. Vol. 39, July 1984, p. 575-92.
- NETO, Alexandre Assaf. **Finanças corporativas e valor**. Atlas, 2003.
- PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos. Formação de preço de debêntures no Brasil. 2011. **Tese de Doutorado**. Universidade de São Paulo.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos.; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Pricing corporate bonds in Brazil: 2000 to 2004. **Journal of Business Research**. Vol. 62. p. 916-919, 2009.

PEREIRA, Bruna Losada. Estudo da precificação no lançamento de títulos de dívida de empresas brasileiras no exterior. 2012. **Dissertação de Mestrado**. Universidade de São Paulo.

PEREIRA DA SILVA, José. **Análise financeira das empresas**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

RAMSAY, Ian; SIDHU, Baljit. Accounting and non-accounting based information in the market for debt: Evidence from Australian private debt contracts. **Accounting & Finance**, v. 38, n. 2, p. 197-221, 1998.

ROBERTS, Michael R.; SUFI, Amir. Control rights and capital structure: An empirical investigation. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 4, p. 1657-1695, 2009.

ROWLAND, Peter; TORRES José L. **Determinants of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study**. Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos, 2004.

SANTOS, C. M. dos; PIMENTA, T. Júnior; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 44, n. 1, p.70-81, jan./fev./mar. 2009.

SECURATO, José Roberto et al. **Cálculo financeiro das tesourarias–bancos e empresas**. São Paulo: Saint Paul, 2008.

SHAN, Susan Chenyu; TANG, Dragon Yongjun; WINTON, Andrew. **Do credit derivatives lower the value of creditor control rights? Evidence from debt covenants**. Evidence from Debt Covenants (November 7, 2014), 2014.

SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de administração**, v. 40, n. 2, p. 193-205, 2005.

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho. Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais. 2008. **Tese de Doutorado**. Universidade de São Paulo.

SIMÃO, Jorge Carlos Menezes. Apreçamento de debêntures conversíveis e as perspectivas dos títulos híbridos no mercado de capitais brasileiro: um estudo de casos. 2006. 249 f. **Dissertação de Mestrado**, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

SMITH JR, Clifford W. A perspective on accounting-based debt covenant violations. **Accounting Review**, p. 289-303, 1993.

SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On financial contracting: An analysis of bond covenants. **Journal of financial economics**, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

Standard & Poor's. **Perspectiva dos ratings do Brasil**. Conteúdo disponível em:<<http://www.standardandpoors.com/pt/>>. Acesso em 25/03/16.

WAJNBERG, Daniel. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, p. 331-377, 2014.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. 1986.

ZHANG, Xinde; ZHOU, Simiao. Bond covenants and institutional blockholding. In: Asian Finance Association (AsianFA) 2015 **Conference Paper**. 2015.

APÊNDICE A – LISTA DEBÊNTURES DA COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Ano	Emissor	Ativo
2011	CACHOEIRA PAULISTA TRANSMISSORA DE ENERGIA S.A.	CPTE11
2011	CONCESSIONARIA DAS RODOVIAS AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/	ECPT11
2011	CONCESSIONARIA DAS RODOVIAS AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/	ECPT21
2011	CONCESSIONARIA DAS RODOVIAS AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/	ECPT31
2011	CONCESSIONARIA DAS RODOVIAS AYRTON SENNA E CARVALHO PINTO S/	ECPT41
2011	LOJAS RENNER S/A	LRNE14
2011	LOJAS RENNER S/A	LRNE24
2011	UNIDAS S/A	UNDA12
2011	UNIDAS S/A	UNDA22
2012	ALGAR TELECOM S.A.	ALGA12
2012	ALGAR TELECOM S.A.	ALGA22
2012	BNDES PARTICIPACOES S/A – BNDESPAR	BNDP16
2012	BNDES PARTICIPACOES S/A – BNDESPAR	BNDP26
2012	BNDES PARTICIPACOES S/A – BNDESPAR	BNDP36
2012	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	BRML12
2012	BR PROPERTIES S.A.	BRPR11
2012	BR PROPERTIES S.A.	BRPR21
2012	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S/A	CMTR13
2012	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S/A	CMTR23
2012	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S/A	CMTR33
2012	CONCESSIONARIA AUTO RAPOSO TAVARES S/A	CART12
2012	CONCESSIONARIA AUTO RAPOSO TAVARES S/A	CART22
2012	CONCESSIONARIA DE RODOVIAS DO OESTE DE SAO PAULO - VIAOESTE	VOES14
2012	CONCESSIONARIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	ANHB14
2012	CONCESSIONARIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	ANHB24
2012	CONCESSIONARIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	ANHB24
2012	ECORODOVIAS CONCESSIONES E SERVICOS S/A	ECCR12
2012	ECORODOVIAS CONCESSIONES E SERVICOS S/A	ECCR22
2012	ECORODOVIAS CONCESSIONES E SERVICOS S/A	ECCR32
2012	ELETROPAULO METROPOL. ELETR. DE S.P. S/A	ELSPA5
2012	ENERGISA SA	ENGI15
2012	ENERGISA SA	ENGI25
2012	LOJAS RENNER S/A	LRNE15
2012	LOJAS RENNER S/A	LRNE25
2012	MGI - MINAS GERAIS PARTICIPACOES S.A.	MMGP13
2012	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRVE16
2012	TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S/A	TPIS14
2012	TRANSMISSORA ALIANCA DE ENERGIA ELETRICA S/A	TAAE13
2012	TRANSMISSORA ALIANCA DE ENERGIA ELETRICA S/A	TAAE23
2012	TRANSMISSORA ALIANCA DE ENERGIA ELETRICA S/A	TAAE33
2013	BR MALLS PARTICIPACOES S/A	BRML14

2013	BR TOWERS SPE1 S.A.	TOWE12
2013	CEMIG DISTRIBUICAO S/A	CMDT13
2013	CEMIG DISTRIBUICAO S/A	CMDT23
2013	CEMIG DISTRIBUICAO S/A	CMDT33
2013	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	SBESA7
2013	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	SBESB7
2013	CIA SANEAMENTO BASICO EST. SP - SABESP	SBESC7
2013	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP13
2013	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP23
2013	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP33
2013	CONCESSIONARIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	ANHB15
2013	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S.A.	ECOV12
2013	CONCESSIONARIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S.A.	ECOV22
2013	CONCESSIONARIA RODOVIAS DO TIETE S/A	RDVT11
2013	FERREIRA GOMES ENERGIA S.A.	IGTA14
2013	FERREIRA GOMES ENERGIA S.A.	IGTA24
2013	IOCHPE-MAXION S/A	IOCH16
2013	RAIZEN ENERGIA S/A	RESA11
2013	RAIZEN ENERGIA S/A	RESA21
2013	RAIZEN ENERGIA S/A	RESA31
2013	RODOVIAS DAS COLINAS S.A	RDCO14
2013	RODOVIAS DAS COLINAS S.A	RDCO24
2013	RODOVIAS DAS COLINAS S.A	RDCO34
2013	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S.A.	TEPE11
2013	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S.A.	TEPE21
2013	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S.A.	TEPE31
2013	TERMELETRICA PERNAMBUCO III S.A.	TEPE41
2013	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	TSAE12
2013	TRIANGULO DO SOL AUTO - ESTRADAS S/A	TSAE22
2014	CONCESSIONARIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE GUARULHOS S.A.	AGRU12
2014	CONCESSIONARIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S/A	ANHB16
2014	FERREIRA GOMES ENERGIA S.A.	FGEN13
2014	IOCHPE-MAXION S/A	IOCH17
2014	IOCHPE-MAXION S/A	IOCH17
2014	LIBRA TERMINAL RIO S.A.	LBRA11
2014	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S.A.	OVTL13
2014	OURO VERDE LOCACAO E SERVICOS S.A.	OVTL23
2014	SANTO ANTONIO ENERGIA S.A.	STEN13
2014	SANTO ANTONIO ENERGIA S.A.	STEN23
2014	VALE S/A	VALE18
2014	VALE S/A	VALE28
2014	VALE S/A	VALE38
2014	VALE S/A	VALE48
2015	CIA PAULISTA DE SECURITIZACAO	CPSC13
2015	CIELO S.A.	CIEL14
2015	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP14

2015	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP24
2015	COMPANHIA DE GAS DE SAO PAULO - COMGAS	GASP34
2015	EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENBR14
2015	EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENBR24
2015	EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENBR34
2015	MRS LOGISTICA S/A	MRSL17
2015	MRS LOGISTICA S/A	MRSL27
2015	SALUS INFRAESTRUTURA PORTUARIA S.A.	SAIP11
2015	VALE S/A	VALE19
2015	VALE S/A	VALE29