

O duplo papel dos *covenants* contábeis na captação de dívida no Brasil

Jonatan Marlon Konraht^{1, 2}

¹Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio Grande do Sul,
Departamento de Administração, Caxias do Sul, Brasil

²Universidade Federal do Paraná, Programa de Pós-graduação em
Contabilidade, Curitiba, Brasil

Rodrigo Oliveira Soares²

²Universidade Federal do Paraná, Curitiba, Brasil

Recebimento:

21/09/2018

Aprovação:

07/03/2019

Editor responsável:

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

Avaliado pelo sistema:

Double Blind Review

Resumo

Objetivo – O estudo visa identificar a relação entre a utilização de *covenants* contábeis e o custo de captação de dívida via debêntures por empresas no Brasil.

Metodologia – A amostra inclui 269 séries de debêntures, de cujas escrituras foram coletados manualmente os *covenants*, emitidas por 106 empresas de *capital* aberto no período de 2010 a 2016. Adotou-se a distinção dos *covenants* que deveriam ser cumpridos pela própria emissora da dívida ou por outra empresa com obrigação solidária à emissora perante os credores. Posteriormente, foi aplicado um modelo de regressão linear, em que foi testada a relação entre *covenants* e *spread* dos títulos.

Resultados – Os resultados indicam que *covenants* a serem cumpridos pela emissora são utilizados como mecanismo complementar ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores. Já o uso de *covenants* a serem cumpridos por solidárias constituem um mecanismo substituto ao risco e reduzem o *spread*. Tais achados revelam que os *covenants* contábeis possuem duplo papel na captação de dívida no Brasil, sendo esse papel variável em função da empresa que deve cumpri-los.

Contribuições – A pesquisa contribui à literatura ao apresentar que o efeito dos *covenants* contábeis sobre o custo da dívida varia em função da empresa que deve cumpri-los. Assim, mostra-se que é fundamental controlar a responsabilidade pelo cumprimento dos *covenants* para se mensurar o efeito provocado por eles sobre o custo da dívida.

Palavras-chave – *Covenants* contábeis; custo da dívida; debêntures; *spread*.



**Revista Brasileira de Gestão
e Negócios**

DOI:10.7819/rbgn.v22i1.4041

I Introdução

Contratos de financiamento geralmente incluem cláusulas restritivas (*covenants*) que devem ser cumpridas durante a vigência da dívida. Dada a heterogeneidade dessas cláusulas, podem-se classificá-las em três categorias de *covenants*: (a) afirmativos; (b) negativos; e (c) contábeis (Nini, Smith & Sufi, 2012). O primeiro grupo consiste nas cláusulas que obrigam a empresa a executar determinadas atividades, como a obrigação de enviar periodicamente aos credores cópias das demonstrações financeiras (Nini et al., 2012). *Covenants* negativos são aqueles que estabelecem restrições a atividades da empresa, sendo exemplos a restrição à mudança do controle acionário ou ao pagamento de dividendos (Nini et al., 2012). Por fim, os *covenants* contábeis são aqueles baseados em números contábeis, e estabelecem condições econômicas ou financeiras que a empresa deve manter durante o financiamento, como o nível máximo de endividamento ou nível mínimo de rentabilidade (Mather & Peirson, 2006).

Os *covenants* desempenham duas funções no processo de contratação da dívida, as quais consistem na: (a) redução dos conflitos de agência entre empresa e credores (Smith & Warner, 1979), que pode ser alcançada pelo uso de ambas as categorias de cláusulas restritivas; e (b) redução da incerteza quanto à capacidade de pagamento da dívida no futuro pela empresa tomadora dos recursos (Demerjian, 2017), a qual pode ser alcançada pelo uso de *covenants* contábeis. Tomadas em conjunto, essas funções demonstram que a utilização dessas cláusulas contribui para reduzir o risco dos credores em relação aos problemas que podem ser desencadeados após a contratação da dívida, como os derivados dos conflitos de agência (Smith & Warner, 1979) ou inadimplência (Demerjian, 2017). Consequentemente, o uso dessas cláusulas tenderia a facilitar a captação de financiamento junto a terceiros, bem como melhorar as condições contratuais da dívida.

Com base nessa lógica, estudos empíricos foram desenvolvidos com o intuito de identificar o efeito dos *covenants* sobre o custo de captação de dívida. Apesar de essas pesquisas apresentarem

contribuições à literatura de finanças e contabilidade, entretanto, algumas questões permanecem em aberto no tocante ao papel dos *covenants* em relação ao custo da dívida.

O primeiro ponto são os resultados mistos da relação entre *covenants* e custo da dívida. Especificamente, estudos realizados tanto no mercado de empréstimos/financiamentos quanto no de debêntures dos Estados Unidos (Bradley & Roberts, 2015; Reisel, 2014; Simpson & Grossmann, 2017) e da China (Gong, Xu & Gong, 2017) indicam que a utilização de *covenants* que limitam a discricionariedade dos gestores em relação às políticas de investimento e financiamento tende a reduzir o custo de captação de dívida. Outro conjunto de evidências indica, no entanto, que os *covenants* podem também estar relacionados a um maior custo da dívida (Graham, Li & Qiu, 2008; Hasan, Park & Wu, 2012; Knyazeva & Knyazeva, 2012). Essas pesquisas, desenvolvidas no mercado de créditos bancários dos Estados Unidos, sugerem que os credores utilizam a cobrança de um prêmio pelo risco e a inclusão de *covenants* como mecanismos complementares para proteção ao *capital* fornecido. Assim, empresas que captam recursos a custo mais elevado também têm que cumprir maior quantidade de cláusulas restritivas.

Uma segunda questão não respondida é se o papel das cláusulas restritivas varia em função da heterogeneidade de suas categorias, especialmente em se tratando de *covenants* contábeis ou não contábeis. Nesse aspecto, um atributo que fomenta esse debate é que as classes de *covenants* contábeis e não contábeis possuem características específicas e desempenham papéis distintos na relação contratual firma-credores, pois os não contábeis estabelecem obrigações (afirmativos) ou proibições (negativos) de fazer, ao passo que os contábeis estabelecem parâmetros financeiros e econômicos a serem seguidos pelos devedores. Assim, é possível que *covenants* contábeis e não contábeis sejam percebidos de forma distinta pelos credores no momento da avaliação do risco dos títulos, e tenham implicações diferentes no processo de precificação. Índícios nesse sentido foram obtidos por Chang e Ross (2016), que realizaram testes com analistas de mercado e

constatarem que eles dão mais relevância aos *covenants* que oferecem proteção contra o risco de falência da emissora da dívida. Assim, os *covenants* contábeis poderiam ser mais interessantes aos credores, pois podem controlar indicadores de cobertura da dívida, nível de endividamento e capacidade de geração de caixa, dentre outros índices de risco de inadimplência e falência.

Ademais, outra peculiaridade dos *covenants* é a possibilidade de se formularem cláusulas a serem cumpridas por empresas distintas da emissora da dívida, tal como é o caso das subsidiárias, controladoras ou empresas que forneceram fiança e garantia à emissora para o pagamento da dívida junto aos credores (Konraht, 2017). Essa forma de se especificar os *covenants* revela que os credores usam esses artifícios contratuais tanto para monitorar o risco da empresa devedora quanto das demais empresas que possuem obrigação solidária a ela, caso esta venha a se tornar inadimplente junto aos credores. Esse tipo de formulação do cumprimento dos *covenants*, com uso documentado no mercado de debêntures norte-americano (Reisel, 2014) e brasileiro (Konraht, 2017), possui evidências limitadas sobre sua relevância para proteger os credores contra os problemas de agência da dívida. Por conta disso, Reisel (2014) destaca que não é claro se os *covenants* a serem cumpridos por outras empresas do grupo, como subsidiárias, podem beneficiar os credores com a redução dos conflitos de agência da dívida. Assim, é válida a realização de testes para verificar se as cláusulas a serem cumpridas pelas solidárias à emissora são relevantes para os credores a ponto de serem precificadas.

Por fim, é documentado que variações nos ambientes institucionais em que a dívida é contratada, tal como *enforcement* legal e proteção aos credores, alteram a forma de utilização dos *covenants* nos contratos de financiamento (Hong, Hung & Zhang, 2016). Nesse sentido, Taylor (2013) menciona que a literatura precisa buscar evidências sobre como os *covenants* são utilizados em países emergentes, como Brasil, China e Índia, pois tais países apresentam padrões e tendências de finanças corporativas, governança e práticas contábeis diferentes dos

países desenvolvidos, onde foi desenvolvida a base da literatura sobre utilização de *covenants*.

Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo identificar a relação entre a utilização de *covenants* contábeis e o custo de captação de dívida via debêntures no Brasil. A partir desta análise, busca-se preencher parte das lacunas da literatura ao se investigar como os *covenants* contábeis são precificados pelos credores em um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal, bem como testar se essa precificação varia em função da empresa que deve cumprir os *covenants* contábeis: (a) emissora da dívida ou (b) solidárias à emissora.

O Brasil constitui um ambiente institucional potencialmente relevante para tal análise empírica, uma vez que é caracterizado pela baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal (Hong et al., 2016), fatores que aumentam o risco dos credores. Além disso, evidências sobre o uso de cláusulas restritivas no Brasil indicam que a especificação de *covenants* contábeis a serem cumpridos por empresas solidárias à emissora é relativamente comum nas emissões de debêntures, sendo que aproximadamente 12% desses *covenants* são especificados dessa forma (Konraht, 2017).

Metodologicamente, o custo da dívida foi mensurado pelo *spread* do título em relação à taxa de depósitos interfinanceiros (DI). Os *covenants* contábeis foram coletados manualmente das escrituras e prospectos de debêntures. A análise compreendeu testes tanto com o total de *covenants* contábeis quanto análises estratificadas com o tratamento isolado dos *covenants* a serem cumpridos pela emissora da dívida e pelas solidárias.

Os resultados apontam que os *covenants* contábeis desempenham duplo papel na contratação da dívida, uma vez que a relação entre sua utilização e o custo da dívida varia em função da empresa que deve cumpri-los. Para os *covenants* a serem cumpridos pela emissora da dívida, o papel dos *covenants* contábeis é de um mecanismo de proteção complementar ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores. Assim, quanto maior o custo de captação, maior a quantidade de *covenants* contábeis a serem cumpridos exclusivamente pela emissora. Por outro lado,

os *covenants* a serem cumpridos por empresas solidárias à emissora constituem mecanismos substitutos ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores. Consequentemente, há uma redução no custo de captação de dívida à medida que se aumenta a quantidade de *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas controladoras, subsidiárias, garantidoras ou fiadoras.

Dessa forma, a pesquisa faz três contribuições originais à literatura. A primeira é a constatação de que *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas solidárias reduzem o custo de captação de dívida. Nesse sentido, os resultados sinalizam que essa formulação dos *covenants* é relevante para reduzir os custos de agência da dívida, pois tais cláusulas atuam como um mecanismo que permite aos credores monitorar a capacidade de pagamento das empresas solidárias à emissora em caso de esta se tornar inadimplente, dando respostas ao questionamento levantado por Reisel (2014) sobre a relevância dessa modalidade de *covenants* para os credores. A segunda contribuição é a constatação de que, no ambiente brasileiro, os *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras possuem papel complementar ao prêmio pelo risco embutido no *spread* da dívida, fazendo que emissões mais arriscadas arquem com custo da dívida mais elevado e maior quantidade de *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras. Por fim, a terceira contribuição é apontar que, no ambiente brasileiro, os *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras e por suas solidárias apresentam relações opostas com o custo de captação da dívida.

Vale ressaltar que a literatura nacional sobre determinantes do *spread* na emissão de debêntures (Sheng & Saito, 2005; Gonçalves & Sheng, 2010) e utilização de *covenants* nesses títulos (Beiruth, Fávero, Murcia, Almeida & Brugni, 2017; Konraht, 2017; Saito, Sheng & Bandeira, 2007; Silva, Saito & Barbi, 2013) não esclarece a questão sobre se a utilização de *covenants* contábeis é precificada pelos credores por debêntures. Assim, esta pesquisa avança em relação à literatura ao evidenciar que os *covenants* contábeis são um dos fatores que influenciam o *spread* da dívida, sendo que essa relação varia em função da empresa que deve cumpri-los.

2 Revisão da literatura e desenvolvimento das hipóteses

Os *covenants* contábeis desempenham duas funções no processo de financiamento: (a) redução dos conflitos de agência entre empresa e credores, decorrentes da ação oportunista dos gestores e acionistas (Smith & Warner, 1979); e (b) facilitar a renegociação da dívida, em caso de ocorrência de contingências impossíveis de serem determinadas no momento da contratação (Demerjian, 2017).

O problema dos conflitos de agência consiste na possibilidade de os acionistas (representados pelos gestores), na vigência do financiamento, adotarem políticas que maximizem o valor de seus direitos residuais em detrimento dos direitos dos credores (Black & Scholes, 1973; Jensen & Meckling, 1976). De acordo com Smith e Warner (1979), essa situação é materializada principalmente por meio de: (a) subinvestimentos (Myers, 1977; Smith & Warner, 1979); (b) distribuição excessiva de dividendos (Smith & Warner, 1979); (c) diluição da preferência de pagamento (Smith & Warner, 1979); e (d) substituição de investimentos (Jensen & Meckling, 1976; Smith & Warner, 1979).

Esses potenciais conflitos, todavia, tendem a ser antecipados e precificados pelo mercado durante a contratação da dívida (Jensen & Meckling, 1976). Consequentemente, os credores tendem a proteger seus interesses por meio da cobrança de um prêmio pelo risco a que eles estão expostos ao financiar os investimentos de empresas com maior probabilidade de custos de agência da dívida, o que se reflete no aumento do custo da captação de recursos (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith & Warner, 1979).

Como alternativa para reduzir esses problemas, os contratos de financiamento podem conter cláusulas restritivas (*covenants*) que limitam a liberdade dos gestores na seleção das políticas de investimento e financiamento (Jensen & Meckling, 1976; Smith & Warner, 1979; Taylor, 2013). Assim, no tocante aos conflitos de agência da dívida, a função dos *covenants* é evitar que, após a contratação da dívida, os gestores executem atividades prejudiciais aos direitos dos

credores, como manutenção de elevado nível de endividamento, pagamento de dividendos excessivos ou outras atividades que transfiram riqueza dos credores para os acionistas (Smith & Warner, 1979).

Nesse sentido, Christensen e Nikolaev (2012) destacam que os *covenants* contábeis mais efetivos para essa função são os da classe *capital covenants*, uma vez que eles são baseados em métricas da estrutura de endividamento e da estrutura de ativos tangíveis, implicando respectivamente a obrigatoriedade de os acionistas manterem um montante mínimo de *capital* investido na empresa e exigirem que a gestão mantenha um nível mínimo de investimento em ativos tangíveis (Christensen & Nikolaev, 2012). Consequentemente, os *capital covenants* contribuem para o alinhamento de interesses entre acionistas e credores, e geram incentivos para os acionistas monitorarem as atividades dos gestores (Christensen & Nikolaev, 2012).

Outro problema que permeia o processo de financiamento é a incerteza quanto à capacidade futura de pagamento pela empresa tomadora dos recursos. Esse problema consiste na incapacidade de as partes, credor e empresa, conhecerem todas as informações relevantes sobre o desempenho econômico da empresa após a contratação da dívida, pois o desempenho é função de eventos incertos (Demerjian, 2017). Esse problema se diferencia dos conflitos de agência por não ser decorrente da ação oportunista dos gestores, mas da ausência de informações confirmatórias, no momento da contratação, sobre o desempenho econômico futuro da empresa (Demerjian, 2017).

Essa incerteza quanto aos eventos futuros pode implicar dificuldades para as partes negociarem as características do financiamento, pois a indeterminação do comportamento das variáveis relevantes sobre o risco gera imprecisão em sua estimação (Demerjian, 2017). A principal consequência para os credores é que o risco no futuro pode ser maior do que o estimado no momento da contratação da dívida. Isso implica os credores receberem remuneração inferior ao risco suportado (Demerjian, 2017).

Uma forma de amenizar esse impasse na contratação da dívida é a utilização de

covenants que empreguem indicadores contábeis correlacionados com os aspectos de risco relevantes para o credor. Essa função é exclusiva dos *covenants* contábeis, pois os indicadores contábeis captam atributos financeiros representativos do risco do devedor (Demerjian, 2017). Assim, nessa segunda função, os *covenants* contábeis funcionam como um mecanismo legal que garante a possibilidade de renegociação da dívida, caso o desempenho da devedora fique abaixo do aceitável pelo credor (Demerjian, 2017; Dichev & Skinner, 2002).

Para o desempenho dessa função, os *covenants* contábeis do tipo *performance covenants* são mais adequados (Demerjian, 2017), pois tendem a refletir mais tempestivamente a situação econômica atual e futura da empresa do que os *capital covenants* (Christensen & Nikolaev, 2012). Essa característica dos *performance covenants* é justificada por eles serem métricas que são resultado do desempenho atual da empresa, ao passo que os *capital covenants* são resultado de acumulações de investimentos e financiamentos passados (Christensen & Nikolaev, 2012).

Chang e Ross (2016) complementam que as cláusulas restritivas, além de protegerem os credores contra os riscos de conflitos de agência e inadimplência, os resguardam contra os riscos de falência e assimetria informacional na contratação de dívida. Desses aspectos, Chang e Ross (2016) constataram que o risco de falência é o que mais influencia a precificação de títulos de dívida pelos analistas de mercado. A partir dessas evidências, pode-se inferir que *covenants* que empregam indicadores financeiros que mensuram a capacidade de cobertura da dívida, nível de endividamento e desempenho econômico-financeiro, de um modo geral, tenderiam a ser relevantes para a precificação dos títulos de dívida, já que são indicadores correlacionados com o risco de falência da empresa.

Tomados em conjunto, os preceitos teóricos das funções dos *covenants* contábeis indicam que sua utilização tende a refletir em melhores condições de captação da dívida, pois o risco suportado pelos credores tende a ser reduzido. Assim, um possível reflexo da utilização dessas cláusulas é a redução do prêmio pelo risco cobrado pelos credores, tornando-se

menor o custo da dívida a ser pago nas emissões de debêntures (Reisel, 2014). Em linha com esse raciocínio, estudos indicam que os credores precificam favoravelmente os financiamentos que contêm cláusulas restritivas, como Bradley e Roberts (2015), Chang e Ross (2016), Gong et al. (2017), Reisel (2014) e Simpson e Grossmann (2017).

Especificamente, Reisel (2014) e Gong et al. (2017), ao analisarem o efeito da presença de *covenants* sobre o *spread* da dívida, constataram que o *spread* das debêntures era reduzido quando elas continham ao menos um *covenant* que restringia as políticas de: (a) financiamento e (b) investimento e venda de ativos. Reisel (2014) analisou debêntures emitidas nos Estados Unidos, ao passo que Gong et al. (2017) enfocaram debêntures emitidas na China. Bradley e Roberts (2015), ao analisarem o efeito da utilização de *covenants* nos empréstimos/financiamentos contratados pelas empresas nos Estados Unidos sobre o *spread*, constataram que, de modo geral, a utilização de *covenants* tende a reduzir a remuneração exigida pelos credores.

O estudo de Reisel (2014) foi posteriormente expandido por Simpson e Grossmann (2017), que testaram se o efeito das cláusulas restritivas sobre o custo da dívida encontrado por Reisel (2014) no período pré-Crise Financeira de 2008 se manteve após essa crise. Os autores constataram diferença significativa no valor atribuído a cláusulas restritivas específicas nesses dois períodos, indicando que a relevância da proteção oferecida pelos *covenants* no mercado de debêntures é dinâmica ao longo do tempo. Especificamente, os autores constataram que as cláusulas que restringiam operações de alienação de ativos em garantia e atividades de *sale-and-leaseback* reduziam o custo da dívida no período pré-crise, porém se tornaram insignificantes no período pós-crise. Por outro lado, as restrições ao pagamento de dividendos e contratação de dívidas adicionais, irrelevantes no período pré-crise, se tornaram relevantes na precificação dos títulos de dívida no período pós-crise. A principal contribuição de Simpson e Grossmann (2017) é a apresentação de que o papel dos *covenants* nos

contratos de financiamento varia ao longo do tempo, sendo que condições macroeconômicas afetam o valor atribuído pelos credores à garantia adicional gerada pelos *covenants*.

Por fim, Chang e Ross (2016) entrevistaram analistas de títulos de dívida para testar a precificação que eles atribuíam às cláusulas restritivas. Os autores constataram que os analistas precificam favoravelmente títulos que incluem *covenants* para proteger os interesses dos credores, sendo que o aspecto de risco mais relevante na avaliação dos títulos é a proteção ao risco de falência da emissora.

Depreende-se, então, que os *covenants* contábeis podem reduzir o risco ex-post suportado pelos credores, o que tende a refletir em melhores condições na contratação, dentre as quais se inclui o custo da dívida. Nesse sentido, eles constituem um mecanismo substituto ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores no fornecimento de *capital*. Assim, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: *A utilização de covenants contábeis reduz parcialmente o risco suportado pelos credores, o que implica a redução do prêmio pelo risco cobrado por eles.*

Alternativamente a essa hipótese, evidências obtidas no mercado de créditos bancários norte-americano sinalizam que as cláusulas restritivas podem apresentar relação positiva com o custo da dívida, dado que *covenants* e taxa de remuneração seriam utilizados pelos credores como proteção frente à exposição ao risco. Especificamente, Graham et al. (2008) constataram que a republicação das demonstrações financeiras tende a desencadear nos credores incerteza quanto à fidedignidade da situação econômico-financeira, o que faz que aumentem tanto a taxa de juros quanto a quantidade de *covenants* nas novas captações de recursos das empresas. Hasan et al. (2012) e Knyazeva e Knyazeva (2012) constataram, respectivamente, que a maior incerteza quanto aos resultados futuros da devedora e o maior distanciamento entre ela e os credores implicam, concomitantemente, cobrança de taxas de juros mais elevadas, imposição de maior quantidade

de *covenants* e exigência de garantias adicionais quando da captação junto a terceiros.

Esse efeito é similar ao documentado na literatura para a relação entre custo da dívida e exigência de garantias nos contratos de financiamento, como constatado em Bharath, Sunder e Sunder (2008). Tais autores explicam esse fenômeno como decorrente do fato de financiamentos mais arriscados arcarem tanto com taxas de juros mais elevadas quanto por apresentarem maior probabilidade de conter exigências de garantias.

Tomadas em conjunto, essas evidências sugerem que os *covenants* contábeis podem ser um mecanismo complementar ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores. Assim, para sua proteção, os credores utilizam tanto a inserção de *covenants* quanto a cobrança de taxas de juros mais elevadas. Consequentemente, financiamentos mais arriscados apresentam maiores *spreads* e maior imposição de restrições contratuais. Nesse sentido, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H2: *A utilização de covenants contábeis é um mecanismo complementar ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores, implicando as empresas que captam recursos a taxas mais elevadas terem também que cumprir maior quantidade de covenants contábeis.*

3 Procedimentos metodológicos

3.1 Amostra, período e variáveis

Para a análise da relação entre a utilização de *covenants* contábeis e o custo da dívida, foram analisadas as debêntures emitidas no Brasil pelas empresas não financeiras listadas na Bolsa Brasil Balcão – B³. O recorte temporal consiste nas emissões realizadas durante os anos de 2010 a 2016. Debêntures incentivadas, que são títulos que oferecem benefícios fiscais aos rendimentos auferidos, foram retiradas da amostra, pois a isenção de Imposto de Renda sobre a remuneração do título afeta os juros reais dos credores e, consequentemente, o *spread* dos títulos.

A partir desses critérios, foram coletadas 363 debêntures no Sistema Nacional de Debêntures. Esses títulos correspondem a debêntures da modalidade de emissão com esforços restritos (Instrução Normativa CVM nº 476) e aberta ao público em geral (Instrução Normativa CVM nº 400). Algumas dessas debêntures continham mais de uma série, o que totalizou 495 títulos de dívida.

Para se definir a amostra a ser analisada, foi realizado um levantamento dos critérios de remuneração dos 495 títulos, pois cada série pode estabelecer um critério específico de cálculo da remuneração e o *spread* varia em função desse critério. Adicionalmente, para minimizar o risco de viés na seleção da amostra, foram realizados testes de análise de variância (ANOVA) para aferir as similaridades das características dos títulos mais frequentemente utilizados. Os critérios de remuneração dos títulos são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1
Critérios de remuneração utilizados nas séries de debêntures

Critério de remuneração	Séries de debêntures	Proporção	Amostra final
DI + <i>spread</i> %	269	54,3%	269
% sobre o DI	134	27,1%	-
IPCA + <i>spread</i> %	82	16,6%	-
TR + <i>spread</i> %	5	1,0%	-
TJLP + <i>spread</i> %	2	0,4%	-
IGP-M + <i>spread</i> %	1	0,2%	-
Taxa prefixada	1	0,2%	-
Sem índice	1	0,2%	-
Total	495	100%	269

Legenda: DI: Depósitos Interfinanceiros; IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado; IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo; TR: Taxa Referencial; TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo.

Nota: As 269 séries de debêntures foram emitidas por 106 empresas, as quais consistem na amostra final deste trabalho.

O levantamento dos critérios de remuneração indicou que a maior parte dos títulos estabelece remuneração como a taxa

de depósitos interfinanceiros (DI) mais um percentual fixo de *spread* ($DI+spread\%$), sendo, portanto, a modalidade que possui maior quantidade de observações para a análise de dados. Ademais, os testes ANOVA indicaram que os títulos de remuneração “ $IPCA+spread\%$ ” e “*spread%* sobre o DI” apresentam características que se diferenciam das outras modalidades de remuneração, como os títulos $IPCA+spread\%$ terem significativamente maior maturidade do que os demais, e os títulos “*spread%* sobre o DI” apresentarem significativamente menor uso de *covenants* contábeis e serem emitidos por empresas com maiores oportunidades de crescimento (medido pelo *market-to-book* do ativo) do que os títulos das demais modalidades de remuneração. A partir dessas constatações, optou-se por selecionar como amostra os títulos baseados no critério $DI+spread\%$, em função desse grupo apresentar maior quantidade de dados para análise empírica e ser o mais representativo das debêntures emitidas no Brasil, minimizando possíveis vieses de seleção da amostra. Assim, operacionalizou-se a variável dependente, custo da dívida, pelo *spread* adicional à taxa DI, ajustada ao resultado do processo de *bookbuilding*, de forma similar a Sheng e Saito (2005).

A variável de interesse desta pesquisa consiste na utilização de *covenants* contábeis, coletada manualmente das escrituras e prospectos de debêntures. Para a identificação dos *covenants* contábeis, foi adotado o conceito de Ramsay e Sidhu (1998), que os definem como cláusulas restritivas baseadas em números ou indicadores contábeis.

Durante a coleta dos dados referentes aos *covenants*, foi feita a identificação da empresa responsável pelo cumprimento do *covenant* especificado nas escrituras e prospectos de debêntures. Constatou-se que as cláusulas eram especificadas ou como obrigações a serem cumpridas pela empresa emissora ou por uma empresa distinta da emissora, mas que apresentava

algum tipo de obrigação solidária a ela (a partir daqui nomeadas como “empresas solidárias”) em relação à obrigação junto aos credores (especificamente: controladora, subsidiária, fiadora ou garantidora). Assim, foi analisada a relação da utilização de *covenants* contábeis tanto a serem cumpridos pela empresa emissora quanto os que deviam ser cumpridos pelas solidárias, para se testar o efeito dessas duas modalidades de *covenants* sobre o *spread*.

Além dessas duas variáveis, *spread* e *covenants* contábeis, foram inseridas nos modelos de regressão variáveis de controle que também podem influenciar o *spread*. Essas variáveis consistem em: (a) características da firma (tamanho e endividamento), que capturam o risco da empresa, em que é esperada relação negativa para o tamanho e positiva para o endividamento, pois empresas maiores tendem a oferecer menor risco aos credores (Rajan & Zingales, 1995), ao passo que empresas mais endividadas tendem a oferecer maior risco (Graham et al., 2008); (b) características da dívida (garantia real e maturidade), pois as empresas podem emitir títulos com prazos mais curtos para reduzir o risco dos credores (Nash, Netter & Poulsen, 2003) ou oferecer garantia real para proteção adicional. Por outro lado, Bharath et al. (2008), Hasan et al. (2012) e Knyazeva e Knyazeva (2012) constataram que empresas que captam recursos a taxas mais elevadas possuem também mais garantias exigidas pelos credores. Portanto, é esperada relação negativa para a maturidade da dívida e, para a garantia real, deixa-se em aberto a expectativa; e (c) características macroeconômicas (taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia [Selic] e *dummies* anuais), em que é esperada relação positiva entre Selic e *spread*, pois espera-se que variações da taxa Selic (taxa livre de risco) influenciem no mesmo sentido a remuneração dos títulos privados com risco.

O modelo de regressão linear especificado para os testes é apresentado na Equação 1.

$$\begin{aligned}
 Spread_i = & \alpha_i + \beta_1 Utilização\ de\ covenants\ contábeis_i + \beta_2 Tamanho\ da\ empresa_i \\
 & + \beta_3 Endividamento_i + \beta_4 Garantia\ real_i + \beta_5 Maturidade_i + \beta_6 Selic_t \\
 & + \sum_{k=2011}^{2016} \delta_k Ano_k + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{1}$$

Na Tabela 2 é apresentada a operacionalização das variáveis da pesquisa.

Tabela 2

Descrição das variáveis da pesquisa

Variável	Tipo	Operacionalização	Relação esperada
<i>Spread</i> da dívida	Dependente	Logaritmo natural da taxa de juros adicional à taxa DI.	
Utilização de <i>covenants</i> contábeis	Interesse	(a) Quantidade de <i>covenants</i> contábeis utilizada na debênture (b) Quantidade de <i>covenants</i> contábeis a ser cumprida pela empresa emissora (c) Quantidade de <i>covenants</i> contábeis a ser cumprida por empresas solidárias à emissora	+/-
Tamanho da empresa	Controle	Logaritmo natural do Ativo Total	-
Endividamento	Controle	Passivo exigível/Ativo total	+
Garantia real	Controle	Variável binária (<i>dummy</i>) que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real, e 0 caso contrário	+/-
Maturidade	Controle	Logaritmo natural da quantidade de meses entre a data de emissão da debênture e a data de resgate	+
Selic	Controle	Taxa Selic mensal acumulada dos 12 meses anteriores à data de emissão (inclusive)	+
Ano	Controle	<i>Dummies</i> anuais	+/-

4 Resultados

4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 3 são apresentadas as estatísticas descritivas da utilização de *covenants* contábeis,

com especificação de quais empresas devem cumpri-los e os principais *covenants* contábeis utilizados.

Tabela 3

Covenants contábeis utilizados nas debêntures

Painel A: Quantidade de <i>covenants</i> a serem cumpridos pela emissora ou solidárias							
	Nenhum	Um	Dois	Três	Quatro	Cinco	Total
Todos os <i>covenants</i>	34 (13%)	40 (15%)	149 (55%)	35 (13%)	8 (3%)	3 (1%)	490
Performance <i>covenants</i>	50 (19%)	55 (20%)	146 (54%)	13 (5%)	5 (2%)	-	406
Capital <i>covenants</i>	210 (78%)	34 (13%)	25 (9%)	-	-	-	84
Painel B: Quantidade de <i>covenants</i> a serem cumpridos pelas emissoras							
	Nenhum	Um	Dois	Três	Quatro	Cinco	Total
Todos os <i>covenants</i>	58 (22%)	38 (14%)	133 (49%)	32 (12%)	6 (2%)	2 (1%)	434
Performance <i>covenants</i>	75 (28%)	52 (19%)	129 (48%)	11 (4%)	2 (1%)	-	351
Capital <i>covenants</i>	211 (78%)	33 (13%)	25 (9%)	-	-	-	83
Painel C: Quantidade de <i>covenants</i> a serem cumpridos pelas solidárias							
	Nenhum	Um	Dois	Três	Quatro	Cinco	Total
Todos os <i>covenants</i>	239 (89%)	8 (3%)	20 (7%)	1 (0,5%)	-	1 (0,5%)	56
Performance <i>covenants</i>	239 (89%)	8 (3%)	20 (7%)	1 (0,5%)	1 (0,5%)	-	55
Capital <i>covenants</i>	268 (99,5%)	1 (0,5%)	-	-	-	-	1

Painel D: Tipo de vínculo da empresa solidária com a emissora

	Controladora ou subsidiária	Garantidora	Fiadora
Frequência (proporção)	30 (53,6%)	18 (32,1%)	8 (12,3%)

Painel E: Indicadores financeiros utilizados como *covenants* contábeis

	Indicador	Frequência	Proporção (%)
	Dívida líquida/EBITDA	203	41,5
	EBITDA/Resultado financeiro	120	24,5
	EBITDA/Despesas financeiras	26	5,3
	Dívida líquida/Patrimônio líquido	19	3,9
	Geração de caixa/(Amortizações do principal + Juros)	17	3,5
	Ativo circulante/Passivo circulante	10	2,0
	(Dívida líquida + Imóveis a pagar)/Patrimônio líquido	7	1,4
	Dívida bruta/EBITDA	7	1,4
	Outros*	81	16,5
	Total	490	100%

Nota: Os valores apresentados fora dos parênteses, nos painéis A a D, indicam a frequência de títulos que contêm a quantidade de *covenants* especificada no cabeçalho da coluna. Os valores dentro dos parênteses indicam a proporção relativa em relação ao total das 269 séries. A proporção do Painel D é em relação aos 56 *covenants* apresentados no Painel C.

*Outros: 49 indicadores cuja proporção individual é inferior a 1%.

Do total de *covenants* contábeis inseridos nas escrituras e prospectos, a maior parte, 89%, deve ser cumprida pela emissora da dívida. Pela análise dos *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias, é constatado que essas empresas se caracterizam por possuírem obrigação solidária à emissora, em caso de inadimplência da dívida. Especificamente, essas solidárias integram o próprio grupo econômico da emissora, como controladoras e subsidiárias, ou são empresas que assumiram obrigação legal de atuar como fiadoras ou garantidoras do pagamento, em caso de inadimplência da emissora. Isso demonstra que os *covenants* contábeis inseridos nas debêntures são especificados para o cumprimento pela empresa emissora ou, alternativamente, para o cumprimento pelas empresas que possuem obrigação solidária à emissora em caso de inadimplência.

Em relação aos indicadores financeiros utilizados como *covenants*, constata-se o predomínio da utilização de indicadores de cobertura da dívida (Dívida líquida/EBITDA) e dos juros (EBITDA/Despesas financeiras e EBITDA/Resultado financeiro), os quais representam aproximadamente 71% do total. Quanto às classes de *covenants*, tem-se que os *capital covenants* mais frequentemente utilizados são os de Dívida líquida/Patrimônio líquido, Ativo circulante/Passivo circulante e (Dívida líquida + Imóveis a pagar)/Patrimônio líquido; **os demais covenants** apresentados no Painel E são da classe *performance covenants*.

Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritas das demais variáveis.

Tabela 4
Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	N	Média	DP	CV	Mín.	Q1	Md	Q3	Máx.
<i>Spread</i> (%)	269	1,96	1,15	0,59	0,14	1,18	1,65	2,5	10,2
Garantia real	269	12,3%	-	-	0	0	0	0	1
Maturidade (meses)	269	59,8	23,6	0,39	5,23	48,7	60,9	73,0	165,9
Tamanho da empresa (R\$ bilhões)	269	9,05	13,5	1,49	0,15	2,35	4,63	10,1	98,4
Endividamento (%)	269	65,3	14,3	0,22	30,9	56,4	65,3	75,8	99,4
Selic (%)	269	10,2	1,91	0,19	7,31	8,5	10,4	11,5	14,2

Legenda: N: quantidade de observações; DP: desvio padrão; Mín.: menor valor; Q1: primeiro quartil; Md: mediana; Q3: terceiro quartil; Máx.: maior valor.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ressalta-se que o percentual médio de *spread* adicional à taxa DI é de aproximadamente 1,96% a.a.; as séries são emitidas com maturidade média de aproximadamente 60 meses; e aproximadamente 12% das séries oferecem garantia real ao *capital* fornecido.

4.2 Análises inferenciais

Na Tabela 5 são apresentados os resultados das estimações econométricas. Os modelos apresentaram validade geral ao nível de confiança de 99%. Ademais, os pressupostos do método de estimação (MQO) foram atendidos, indicando que foram devidamente especificados.

Tabela 5
Resultados das regressões

Modelo: $Spread_i = \alpha_i + \beta_1 Utilização\ de\ covenants\ contábeis_i + \beta_2 Tamanho\ da\ empresa_i + \beta_3 Endividamento_i + \beta_4 Garantia\ real_i + \beta_5 Maturidade_i + \beta_6 Selic_t + \sum_{k=2011}^{2016} \delta_k Ano_k + \varepsilon_i$						
Empresa que deve cumprir os <i>covenants</i>	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Emissora e solidária		Somente emissoras		Somente solidárias	
Variáveis	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Utilização de <i>covenants</i> contábeis	0,033 (1,32)	0,184	0,068 (2,95)	0,003	-0,113 (-2,56)	0,011
Tamanho da empresa	-0,147 (-7,14)	0,000	-0,132 (-5,86)	0,000	-0,140 (-6,43)	0,000
Endividamento	0,686 (3,78)	0,001	0,676 (3,68)	0,000	0,725 (3,83)	0,000
Garantia real	0,283 (3,58)	0,000	0,307 (3,55)	0,000	0,322 (3,78)	0,000
Maturidade	0,009 (0,14)	0,870	0,035 (0,53)	0,598	0,047 (0,73)	0,464
Selic	5,63 (1,59)	0,117	4,911 (1,40)	0,164	5,11 (1,44)	0,152
Constante	1,938 (3,50)	0,001	1,620 (2,78)	0,006	1,767 (3,11)	0,002
Efeito fixo do ano		Sim		Sim		Sim
Efeito fixo do setor		Não		Não		Não
Teste F (<i>F</i>)	25,24	0,000	25,74	0,000	22,93	0,000
Teste Jarque-Bera (χ^2)	2,29	0,318	5,47	0,065	2,46	0,292

Teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg para heterocedasticidade (χ^2)	0,00	0,983	0,39	0,532	0,01	0,935
R ²	0,472		0,473		0,474	
R ² ajustado	0,447		0,448		0,449	
Quantidade de observações	265		266		266	
Quantidade de empresas	104		105		105	

Nota: Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes. Os testes de Jarque-Bera e Breusch-Pagan/Cook-Weisberg apontaram, respectivamente, ausência de problemas de normalidade dos resíduos e heterocedasticidade nos modelos. Os resultados apresentados estão estimados com erros robustos. Os fatores de inflação da variância apontaram ausência de multicolinearidade, uma vez que o valor máximo, considerando os três modelos, foi inferior a 10. A significância foi calculada considerando a probabilidade bicaudal.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados demonstram que a relação dos *covenants* contábeis com o *spread* da dívida varia em função de como eles são utilizados. Especificamente, quando são considerados todos os *covenants* inseridos nas debêntures (Modelo 1), é constatado que a quantidade de *covenants* não apresenta relação com o *spread*. Por outro lado, quando são considerados os *covenants* a serem cumpridos exclusivamente pela emissora da dívida (Modelo 2), constata-se, ao nível de confiança de 99%, que há relação positiva entre quantidade de *covenants* e *spread*. Por fim, quando considerados somente os *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias, é constatado, ao nível de confiança de 98%, que a quantidade de *covenants* possui relação negativa com o *spread*. Esses resultados indicam que os efeitos de substituição e complementariedade, descritos nas Hipóteses 1 e 2, ocorrem em conjunto no processo de contratação da dívida, porém não são captados quando as cláusulas são analisadas de forma conjunta (Modelo 1), já que os efeitos opostos se anulam.

A relação positiva entre a utilização de *covenants* a serem cumpridos pela emissora e o *spread* pode ser explicada pelo fato de eles servirem como um mecanismo de proteção complementar ao prêmio pelo risco embutido no *spread* da dívida, o que confirma a Hipótese 2. Assim, durante o processo de contratação, os credores utilizam tanto o artifício de cobrança de um prêmio pelo risco para fornecer *capital* quanto a inclusão de *covenants* contábeis a serem cumpridos pela emissora durante o financiamento.

Embora o escopo do estudo não tenha abrangido uma análise comparativa internacional,

é possível que esses resultados sejam devidos parcialmente à característica institucional brasileira de menor proteção aos direitos dos credores, destacada por Hong et al. (2016), o que implica a exigência de garantias complementares para o fornecimento de *capital*. Outra possível explicação parcial é a característica brasileira de baixa disponibilidade de fontes de financiamento de longo prazo, o que reduz o poder de barganha da empresa nas negociações, forçando-a a fornecer garantias adicionais para conseguir captar recursos de longo prazo, sem que isso implique a redução direta do custo da dívida. Assim, os resultados do Modelo 2 complementam as explicações preliminares levantadas por Konraht (2017) sobre a maior utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Especificamente, o autor apontou que a maior utilização de *covenants* contábeis no Brasil, comparativamente às evidências dos estudos internacionais, poderia ser reflexo do esforço das empresas em criar mecanismos de proteção adicional aos credores, e assim compensar a menor proteção a seus direitos, tornando mais atrativo o fornecimento de *capital*.

Já a relação negativa entre a utilização de *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas solidárias e o *spread* (Modelo 3) pode ser explicada por conta desses *covenants* serem estabelecidos com o intuito de monitorar a situação econômica e financeira das empresas que respondem solidariamente à emissora em caso de inadimplência. Portanto, os credores possuem dupla proteção contra a inadimplência: (a) primeiro, caso ocorra a inadimplência da emissora da dívida, os credores podem acionar judicialmente tanto a emissora quanto as

solidárias; e (b) complementarmente, caso a solidária apresente sensível piora no desempenho econômico ou financeiro, gerando risco de não ter condições financeiras de saldar a potencial dívida que assumiria junto à emissora, ocorre a violação técnica da dívida e os credores podem optar pelas implicações decorrentes, que incluem a exigência do resgate antecipado ou a renegociação da dívida. Dessa forma, os *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas solidárias funcionam como garantia adicional, pois asseguram que as solidárias mantenham a solidez econômica/financeira necessária para cobrir o pagamento da dívida em caso de a emissora não ter condições de liquidar a dívida. Essa constatação é reforçada pelos dados apresentados no Painel C, da Tabela 2, em que é constatado que 98% dos *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias são da classe *performance covenants*. Essa classe é utilizada com a finalidade de monitorar o desempenho econômico do devedor, o que contribui para evitar que as solidárias não tenham saúde financeira para arcar com os eventuais inadimplementos da emissora.

Uma explicação alternativa para esse resultado poderia ser que as emissões que contêm *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas solidárias contêm também *covenants* a serem cumpridos pelas emissoras, o que geraria dupla proteção por meio das cláusulas restritivas. Foi realizado, no entanto, um teste adicional com o cruzamento dos dados da utilização concomitante de *covenants* a serem cumpridos pelas emissoras e solidárias, sendo constatado que, além de a utilização de *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias e emissoras ser negativamente correlacionada, apenas 22% das séries que contêm *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias apresentam, também, cláusulas a serem cumpridas pela emissora. Portanto, essa explicação alternativa foi refutada.

Relacionando esses resultados com as pesquisas correlatas, constata-se que o efeito dos *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras de debêntures no Brasil não é idêntico ao documentado para os *covenants* gerais das pesquisas de Bradley e Roberts (2015), Gong et al. (2017), Reisel (2014) e Simpson e Grossmann (2017). No Brasil, o efeito encontrado em tais

pesquisas se aplica somente aos *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias. Nesse sentido, uma contribuição da presente pesquisa é a constatação de que o uso de *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias reduz o custo de captação de dívida, esclarecendo um ponto que ainda não era claro na literatura (Reisel, 2014). Por outro lado, o efeito de complementaridade entre uso de cláusulas restritivas e prêmio pelo risco, documentado nas análises de Graham et al. (2008), Hasan et al. (2012) e Knyazeva e Knyazeva (2012), se repetiu no Brasil para os *covenants* a serem cumpridos pelas emissoras.

No tocante às variáveis de controle, os resultados estão em linha com as relações esperadas, com exceção da garantia real, maturidade e Selic. Isso indica que o efeito observado para a utilização da garantia real é similar ao dos *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras, ou seja, são usadas como proteção complementar ao prêmio pelo risco, fornecida para viabilizar a captação de recursos. Esse resultado é consistente com o argumento de que financiamentos mais arriscados embutem tanto taxas de juros mais altas quanto maior exigência de garantias (Bharath et al., 2008), em linha com os resultados encontrados em Bharath et al. (2008), Hasan et al. (2012) e Knyazeva e Knyazeva (2012). Já o efeito nulo da maturidade sobre o *spread* pode ser explicado por conta da variável utilizada para mensurar a maturidade consistir em uma proxy ineficiente para representar a *duration* do título, que representa a real exposição temporal do credor ao risco do financiamento. O efeito nulo para a Selic pode ser explicado pelas *dummies* anuais captarem a maior parte do efeito dela sobre o *spread*. Assim, quando as regressões foram rodadas sem a inclusão das *dummies* anuais, a taxa Selic apresentava relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de confiança de 99%.

4.3 Testes de robustez

Para avaliar a consistência dos resultados apresentados na Tabela 5, foram feitos testes adicionais com a adição de mais variáveis de controle ao modelo. Foram sequencialmente adicionadas as variáveis setor econômico, liquidez geral, rentabilidade e *market-to-book* do ativo

(*proxy* para oportunidades de crescimento). Essas variáveis constam na literatura como fatores que influenciam a determinação do custo da dívida, porém foram tratadas como testes adicionais porque algumas empresas não possuíam dados suficientes para mensurá-las ou porque a adição dessas variáveis prejudicou alguns pressupostos econométricos, reduzindo o número de observações disponíveis para análise estatística.

Os resultados desses testes indicaram que o efeito de complementaridade para os *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas emissoras é consistente mesmo após o controle para os efeitos dos setores, liquidez geral, rentabilidade e oportunidades de crescimento (*market to book* do ativo), ao nível de confiança de 99%. Para os *covenants* a serem cumpridos pelas solidárias, os testes adicionais indicaram que o efeito substituição em relação ao *spread* é consistente, ao nível de confiança de 90%, mesmo após o controle para o setor de atuação, liquidez geral e rentabilidade. Não foi possível estimar a regressão com o controle do *market-to-book* do ativo para os *covenants* das solidárias, dado que havia apenas um título de dívida com dados de *market to book* disponíveis e que usou *covenants* contábeis a serem cumpridos pelas solidárias.

5 Considerações finais

Este estudo testou a relação entre a utilização de *covenants* contábeis e o custo da dívida das debêntures emitidas no Brasil. As hipóteses que fundamentaram as análises consistiram em os *covenants* contábeis desempenharem papel de substituição (H1) e complementaridade (H2) ao prêmio pelo risco cobrado pelos credores. Consequentemente, sob a H1, a utilização de *covenants* tenderia a reduzir o custo da dívida; sob a H2, a utilização de *covenants* contábeis apresentaria associação positiva com o custo da dívida.

Os resultados demonstram que os efeitos de complementaridade e substituição ocorrem em conjunto na contratação de dívida via debêntures. Especificamente, a substituição ocorre somente para os *covenants* que são estabelecidos para serem cumpridos por empresas solidárias à emissora.

Isso ocorre por esses *covenants* servirem como um mecanismo para que os credores monitorem a saúde financeira das empresas que possuem obrigação solidária à emissora, em caso de inadimplência desta. Assim, os credores possuem garantia adicional de que, caso a emissora não consiga resgatar a dívida no prazo contratado, a solidária terá saúde financeira para efetuar esse pagamento.

Já o efeito de complementaridade ocorre para os *covenants* contábeis que são especificados para serem cumpridos pela emissora da dívida. Isso indica que as empresas que captam recursos a taxas de juros mais elevadas são requeridas, também, a atender maior quantidade de *covenants* contábeis a ser cumprida por elas. Dentre as possíveis explicações para esse fenômeno, destacam-se os potenciais efeitos das características institucionais brasileiras de baixa proteção aos credores (Hong et al., 2016) e limitadas fontes de financiamento de longo prazo. Com base nesses dois atributos, a explicação parcial é de que a menor proteção aos credores e a menor oferta de financiamentos de longo prazo façam, respectivamente, que os credores solicitem mais *covenants* para fornecer recursos e as empresas tenham menor poder de barganha para rejeitar as solicitações dos credores referentes à inclusão dessas cláusulas restritivas.

Por fim, vale ressaltar que o papel de complementaridade das cláusulas a serem cumpridas pelas emissoras não implica irrelevância dos *covenants* contábeis para facilitar a contratação de dívida entre empresa e credor. Isso se justifica porque, em determinadas situações de risco, a empresa pode deparar com um *trade-off* entre ou captar recursos a taxas de juros elevadas e alta quantidade de *covenants* contábeis a serem cumpridos por ela ou não ter o pedido de financiamento aprovado pelos credores. Assim, a complementaridade dos *covenants* contábeis contribui para que empresas mais arriscadas consigam viabilizar a captação de financiamento.

Referências

Beiruth, A. X., Fávero, L. P. L., Murcia, F. D.-R., Almeida, J. E. F., & Brugni, T. (2017). Structural changes in *covenants* through the adoption of IFRS in Brazil. *Accounting Forum*, 41(3), 147–160.

- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The structure and pricing of corporate debt *covenants*. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1550001-1 - 1550001-37.
- Chang, S. T., & Ross, D. (2016). Debt *covenants* and credit *spread* valuation: The special case of Chinese global bonds. *Global Finance Journal*, 30, 27–44.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). *Capital* versus *performance covenants* in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75–116.
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt *covenants*. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156–1197.
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091–1123.
- Gonçalves, P. E., & Sheng, H. H. (2010). O apreçamento do *spread* de liquidez no mercado secundário de debêntures. *Revista de Administração*, 45(1), 30–42.
- Gong, G., Xu, S., & Gong, X. (2017). Bond *covenants* and the cost of debt: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 587–610.
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44–61.
- Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2012). The impact of earnings predictability on bank loan contracting. *Journal of Business Finance and Accounting*, 39(7–8), 1068–1101.
- Hong, H. A., Hung, M., & Zhang, J. (2016). The use of debt *covenants* worldwide: Institutional determinants and implications on financial reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 644–681.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Knyazeva, A., & Knyazeva, D. (2012). Does being your bank's neighbor matter? *Journal of Banking and Finance*, 36(4), 1194–1209.
- Konraht, J. M. (2017). *Determinantes da utilização dos covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/178713/347921.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Mather, P., & Peirson, G. (2006). Financial *covenants* in the markets for public and private debt. *Accounting and Finance*, 46(2), 285–307.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Nash, R. C., Netter, J. M., & Poulsen, A. B. (2003). Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive *covenants*. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 201–232.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713–1761.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about *capital* structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421.
- Ramsay, I., & Sidhu, B. K. (1998). Accounting and non-accounting based information in the

market for debt: Evidence from Australian private debt contracts. *Accounting and Finance*, 38(2), 197–221.

Reisel, N. (2014). On the value of restrictive *covenants*: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251–268.

Saito, R., Sheng, H. H., & Bandeira, M. L. (2007). Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. *Revista de Administração*, 42(3), 280–292.

Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de *spread* das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 40(2), 193–205.

Silva, V. A. B., Saito, R., & Barbi, F. C. (2013). The role of bond *covenants* and short-term debt:

Evidence from Brazil. *Brazilian Administration Review*, 10(3), 323–346.

Simpson, M. W., & Grossmann, A. (2017). The value of restrictive *covenants* in the changing bond market dynamics before and after the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 46, 307–319.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond *covenants*. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161.

Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt *covenants*? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386–417.

Agências de fomento:

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001

Autores

1. Jonatan Marlon Konraht, Mestre em Contabilidade, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Brasil.

E-mail: jonatankonraht@gmail.com

ORCID

 0000-0001-6586-6583

2. Rodrigo Oliveira Soares, Doutor em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil

E-mail: rosoares@ufpr.br

ORCID

 0000-0003-0428-8278

Contribuição dos autores

Contribuição	Jonatan Marlon Konraht	Rodrigo Oliveira Soares
1. Definição do problema de pesquisa	√	√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√	
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)		
4. Fundamentação teórica/Revisão de literatura	√	
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√	√
6. Coleta de dados	√	
7. Análise estatística	√	
8. Análise e interpretação dos dados	√	√
9. Revisão crítica do manuscrito	√	√
10. Redação do manuscrito	√	√
11. Outra (especificar)		