

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –

FECAP

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

VIVIANE FELIX CAETANO

ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DAS *COVENANTS*

INSERIDAS EM OPERAÇÕES DE CAPTAÇÃO DE

RECURSOS DE TERCEIROS: UM ESTUDO COM

OPERAÇÕES PÚBLICAS E PRIVADAS

São Paulo

2019

VIVIANE FELIX CAETANO

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DAS *COVENANTS* INSERIDAS
EM OPERAÇÕES DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS:
UM ESTUDO COM OPERAÇÕES PÚBLICAS E PRIVADAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção de título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi
Silva**

São Paulo

2019

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação
Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis
Coordenador de Mestrado Profissional em Administração

FICHA CATALOGRÁFICA

C127a

Caetano, Viviane Felix

Análise das características das *covenants* inseridas em operações de captação de recursos de terceiros: Um estudo com operações públicas e privadas / Viviane Felix Caetano . - - São Paulo, 2019.

23 f.

Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.

1. Administração financeira – Estudo de caso. 2. Financiamento - Avaliação de risco. 3. Administração de risco.

CDD 658.15

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

VIVIANE FELIX CAETANO

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DAS *COVENANTS* INSERIDAS EM
OPERAÇÕES DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS: UM ESTUDO
COM OPERAÇÕES PÚBLICAS E PRIVADAS**

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
Universidade Federal de São Paulo

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 28 de agosto de 2019.

Agradecimento

Agradeço aos meus pais que tanto fizeram durante a minha vida tornando possível minha chegada até aqui.

Aos meus amigos, em especial à Raquel, por toda a ajuda nos momentos finais dessa jornada.

Um agradecimento especial ao meu namorado, Vagner, pelo apoio e o incentivo e por toda ajuda durante esses quase três anos de curso.

Aos amigos e colegas de sala por terem compartilhado tanto conhecimento, ajuda e amizade.

Ao meu orientador, Professor Doutor Vinicius Augusto Brunassi Silva, por contribuição, sem a sua participação não seria possível a realização deste trabalho.

Análise das características das *covenants* inseridas em operações de captação de recursos de terceiros: Um estudo com operações públicas e privadas

Viviane Felix Caetano
Mestre em Administração
E-mail: vivifelix3@hotmail.com

Resumo

Este artigo investiga a estrutura de obrigações condicionantes (*covenants*) incluídas em operações públicas e privadas de captação de recursos de terceiros firmadas entre grandes bancos comerciais e empresas brasileiras no período de 2005 a 2016. O objetivo deste trabalho é verificar se existem diferenças nas obrigações incluídas pelos credores nos instrumentos de contratos utilizados para formalizar esses dois tipos de operações. Assim, o trabalho apresenta *covenants* utilizadas em financiamentos privados (contratos de investimento e de capital de giro) e naqueles levados a público (emissões primárias de debêntures), com a utilização de uma pesquisa descritiva e análise documental de dados provenientes respectivamente do banco de dados do *site* debentures.com, para as operações públicas, e de um dos maiores bancos comerciais brasileiros, para as operações privadas. Para tanto, foram analisadas 181 operações públicas e 133 operações privadas, tendo suas *covenants* sido agrupadas em dez categorias de modo a possibilitar a verificação da presença de cada tipo de condicionante nos contratos analisados. Dessa forma, o artigo procura analisar se existem particularidades nos tipos de operações e se há semelhança nos *covenants* presentes nas operações públicas e privadas.

Palavras-chave: *Covenants*. Operações públicas. Operações privadas.

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the structure of covenants included in public and private third-party fundraising transactions between large commercial banks and Brazilian companies from 2005 to 2016. The objective of this article is to verify if there are differences in the obligations included by creditors in the contract instruments used to formalize these two types of transaction. The paper will present covenants used in private financing (investment contracts and working capital operations) and in those made public (primary issue of debentures operations), using a descriptive research and documentary analysis of data from the debentures.com website database for public operations and a database for private operations from one of the largest Brazilian commercial banks. To this end, 181 public operations and 133 private operations were analyzed, and their covenants were grouped into ten categories in order to verify the presence of each type of conditions in the analyzed contracts. Thus, this article seeks to verify if there are particularities in these two types of operations and if there is similarity in covenants present in public and private contracts that formalize them.

Keywords: Covenants. Public operations. Private Operations.

1 Introdução

As operações de crédito firmadas entre bancos comerciais e empresas brasileiras têm diversas finalidades, como o financiamento de suas atividades fim, a compra de materiais e insumos, o pagamento de mão de obra própria ou terceirizada de forma sazonal ou permanente, a expansão das empresas, a criação de novas filiais, o investimento em infraestrutura ou mesmo o custeio de grandes projetos a serem pagos em longo prazo, entre outras. No processo de concessão de crédito, os credores realizam minuciosas análises levando em consideração o histórico do cliente, o mercado no qual está inserido, as oportunidades que aquele financiamento representa, os números e resultados que a empresa vem apresentando nos últimos períodos, o tipo e a natureza jurídica da corporação, o grupo empresarial, os sócios e os controladores da empresa quando é o caso, as garantias oferecidas e outras diversas questões que julgam pertinentes conforme cada concessão, afinal, toda a operação de crédito representa a assunção de diversos tipos de riscos inerentes às características do negócio e do próprio tomador. Em suma, o retorno do capital disponibilizado depende não só do bom desempenho do tomador, mas de uma série de variáveis que devem ser mitigadas na formalização da concessão do crédito, sem torna-la, entretanto, inexequível ou dificultar a negociação a ponto de desistência do contratante. Com o objetivo de tentar minimizar os riscos envolvidos na concessão de crédito, os credores se utilizam de cláusulas contratuais condicionantes, as *covenants*.

Covenants são obrigações incluídas nos contratos, que têm por objetivo proteger os interesses dos credores, de modo que, caso essas obrigações não sejam cumpridas, poderá haver o direito do credor de executar antecipadamente a dívida constante daquele contrato específico ou de outros contratos do mesmo credor, seus coobrigados e/ou sócios (*cross default* e *cross acceleration*), de receber um pagamento extra pela concessão de perdão do descumprimento (*waiver fee*) ou de estabelecer outras penalidades ao devedor como majoração de taxas de juros, entre outros. Essas obrigações estão habitualmente relacionadas à saúde financeira da empresa e /ou do projeto, ao seu impacto social e à imagem da empresa perante a sociedade, à qualidade das garantias e contrapartidas oferecidas, aos riscos legais, à regulação ambiental, além do cumprimento da legislação do país, pois à medida em que o credor concede recursos a essas empresas, além do risco de crédito envolvido, há também o risco de imagem por estar diretamente ligada ao devedor naquele empreendimento. Por esse motivo, é necessário que o credor se resguarde por meio dessas cláusulas condicionantes que lhe possibilitam a execução da dívida e a tomada de providências punitivas ao credor quando identificadas situações que lhe são julgadas desfavoráveis. As *covenants* são inseridas nos contratos das operações com o objetivo de

minimizar os riscos envolvidos, vinculando o devedor às obrigações durante parte ou todo o período da dívida e estabelecem procedimentos a serem efetuados, documentos a serem apresentados e os prazos que o contratante tem para atender as condicionantes, além do tipo de penalidade que pode ser aplicada se identificado o seu descumprimento.

Há que se ressaltar que as obrigações incluídas não asseguram o pagamento da dívida, mas minimizam os riscos dos credores, na medida em que permitem o acompanhamento da sustentabilidade daquela empresa ou do projeto por meio da verificação do cumprimento das *covenants* e também podem oferecer ao credor a possibilidade de exercer o direito de executar a dívida antecipadamente, já que muitas das obrigações incluídas nos contratos, quando descumpridas, possuem a prerrogativa do vencimento antecipado da dívida. Além disso, a inclusão de obrigações contratuais incentiva o credor a monitorar a situação dos tomadores de empréstimo de forma mais atenta (Rajan & Winton, 1995), o que contribui para a contratação e condução de operações sustentáveis e a minimização de um possível colapso do sistema financeiro do país, dependendo do porte da empresa. Como exemplo desse risco, podemos citar as empresas dos grupos Odebrecht e Petrobrás, grandes credoras do sistema financeiro nacional brasileiro que, após a descoberta pela Polícia Federal brasileira de esquemas de corrupção, tiveram majoração expressiva de seu risco, o que teve impacto direto nas instituições financeiras com as quais mantinham operações comerciais e de crédito. A verificação constante das condicionantes das operações das empresas, nesses casos, foi determinante para a sobrevivência dos bancos comerciais credores desses grupos.

Na literatura sobre o assunto, podemos encontrar pesquisas anteriores que abordaram o impacto das *covenants* para os devedores, a forma como essas obrigações são enxergadas no âmbito contábil e o impacto de seu descumprimento para as empresas, bem como a análise jurídica dessas obrigações (Mather & Peirson, 2006). Alguns trabalhos sobre *covenants* de dívidas discutem os impactos positivos e negativos de condicionantes nas decisões de estrutura de capital das empresas. No Brasil, os estudos se concentraram na abordagem de como as *covenants* nos contratos de debêntures foram usadas para mitigar os custos de agência (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007); como as dívidas de curto prazo podem ser intercambiáveis com cláusulas restritivas para reduzir os custos de agência (Silva, Saito, & Barbi, 2013); o efeito dos ratings das debêntures no *spread* entre os juros remuneratórios e uma taxa de referência (Sheng & Saito, 2005); e a perspectiva jurídica das *covenants* em contratos de longo prazo (Perin & Glitz, 2015). Porém, não foi analisado se existem diferenças nas *covenants* inseridas em operações públicas e privadas ou se as restrições são maiores ou semelhantes nesses dois tipos de operações.

Visando identifica-las caso existam, esta pesquisa busca analisar as *covenants* incluídas em operações privadas e públicas, registrando as diferenças entre quantidade e tipo de condicionantes estabelecidas para esses dois tipos de operações, considerando que não foram observadas na literatura existente, pesquisas que tenham se preocupado em abordar, analisar e comparar as obrigações constantes nesses dois tipos de operações que visam a concessão de crédito às empresas brasileiras.

A amostra selecionada para as operações de debêntures foi retirada do site “debentures.com” e as operações de empréstimos privados de um grande banco comercial brasileiro, estabelecendo, para ambas as análises, o período de análise referente aos anos de 2005 a 2016, totalizando 314 observações no total.

Ao fim deste artigo, será possível mensurar e tipificar as condicionantes estabelecidas para operações de captação de recursos (crédito) públicas e privadas, comparando as *covenants* incluídas em cada tipo de operação e identificando e quantificando as diferenças entre elas.

2 Revisão de Literatura

Covenants são cláusulas particulares em contratos de dívida que restringem a política de negócios, dando aos credores a possibilidade de colocar em vigor ações precisas - normalmente o reembolso antecipado - quando as cláusulas não são cumpridas (Bazzana & Broccardo, 2009).

Levando-se em consideração a literatura relacionada, Borges (2006) argumenta que *covenants* são um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser traduzidos como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*). Mather e Peirson (2006) referem-se às *covenants* como cláusulas contratuais que restringem as atividades (ações) do devedor ou requerem que o credor tome certas ações.

Smith e Warner (1979), argumentam que os contratos que contêm *covenants* são escritos de forma a controlar o conflito de agência entre o tomador da dívida e o acionista, ou seja, configuram uma proteção do credor durante todo o tempo de duração da operação, ainda que haja alteração da composição acionária do devedor.

Paglia e Mullineax (2006) estudam *covenants* em grandes empréstimos e como elas são usadas pelos bancos como restrições contratuais para reduzir possíveis problemas de agência e custos de dificuldades financeiras. O estudo mostra que, em cenários com maior risco, o uso de *covenants* é mais frequente.

A inclusão de *covenants* em contratos de dívidas permite ao credor acompanhar a evolução dos projetos, a administração financeira do tomador, o seu controle acionário bem como sua gestão operacional e intervir, ainda que indiretamente, nas medidas tomadas pelo credor por força contratual, resguardando seus interesses e sendo remunerado de forma justa e pré-estabelecida por eles. Além disso, as *covenants* podem limitar a incerteza do credor frente ao desempenho do mutuário, ou seja, o risco do devedor se tornar inadimplente.

O uso de *covenants* em contratos de financiamento impacta positivamente a relação entre alavancagem e oportunidades de investimento (Billett, King, & Mauer, 2007), pois culmina na inclusão de obrigações mesmo para empresas com maior alavancagem, as quais conseguem ter acesso aos financiamentos tendo em vista que a inclusão de *covenants* surge como mecanismo para proteger os credores. As *covenants* também contribuem para o tempo no reconhecimento e lançamento contábil das perdas, (Nikolaev, 2010) restringindo o oportunismo gerencial que poderia reconhecer as perdas em tempo inadequado.

Demerjian (2010) examinou a seleção de índices financeiros para *covenants* em contratos de dívida, mostrando que a inclusão da *covenant* do índice financeiro está relacionada às características do tomador ou do contrato que tornam o índice mais ou menos informativo do risco de crédito do tomador, e que certas cláusulas de *covenants* financeiras são frequentemente usadas juntas, como a cobertura e dívida para fluxo de caixa, ou não usadas juntas, como a dívida para fluxo de caixa e alavancagem. O mesmo autor, em 2011, analisou como a abordagem do balanço patrimonial influencia na utilização de *covenants* contratuais e concluiu que a mudança de longo prazo na definição de padrões relacionada à abordagem do balanço contribuiu para a mudança no uso de cláusulas relacionadas às informações de balanço.

Segundo Lima (2014), a inclusão de *covenants* em contratos de financiamento possibilita maior monitoramento do fluxo de caixa do projeto e, quando vem combinada com as garantias oferecidas, aumenta a credibilidade dos financiados e o valor do projeto. Malitz (1986), por sua vez, examinou o papel das *covenants* no controle de conflitos de interesse, e verificou que há evidências de que os gestores estão agindo racionalmente ao projetar os contratos das empresas.

Em um estudo realizado no Brasil, Silva et al. (2013), analisou se as dívidas de curto prazo e cláusulas restritivas podem ser consideradas substitutas ou complementares na redução do problema de agência, além de ter estudado a relação entre as *covenants* financeiras e as características das empresas estudadas para verificar se o uso de *covenants* pode minimizar a relação negativa entre as oportunidades de curto prazo e de crescimento da dívida de curto prazo.

As garantias usualmente utilizadas muitas vezes não são suficientes ou não atendem suas funções na recuperação do crédito, (Borges, 2006), como independem de autorização legal podem ser utilizadas nos contratos, minimizando os riscos dos projetos. A utilização de *covenants* (obrigações de fazer ou de não fazer) possibilita o monitoramento do fluxo de caixa do projeto e dos patrocinadores, agregando maior segurança para o credor.

Além disso, o descumprimento pode gerar transferência do controle ao credor. Esta alteração de controle impacta diretamente o financiamento sobre os investimentos das empresas (Chava & Roberts, 2008).

Considerando-se a importância das *covenants* como meio de se minimizar riscos e proteger o credor, o estudo permitirá identificar se existem diferenças nas *covenants* utilizadas em operações públicas e privadas, podendo verificar em qual tipo de operação existem mais restrições ou se há uma igualdade de obrigações nessas operações.

3 Base de Dados e Metodologia

A base de dados utilizada provém de duas fontes:

- Operações privadas: banco de dados de operações de grande banco comercial brasileiro. Na amostra, foram considerados empréstimos concedidos a empresas brasileiras no período de 2005 a 2016 e nos quais foram utilizadas *covenants* na elaboração dos contratos, resultando num total de 136 operações contratadas por 51 companhias. Foram excluídas da amostra operações de renegociação e reescalonamento de dívidas, restando 133 operações de 48 companhias, destinadas a amparar investimentos diversos.

- Operações públicas: banco de dados do *website* “debentures.com”. Na amostra, foram consideradas emissões primárias de debêntures feitas por empresas brasileiras entre 2005 e 2016. Um total de 242 debêntures foram emitidas por 141 corporações nesse período. Foram excluídas da amostra as companhias de finanças, leasing e seguros, restando 185 emissões de 117 companhias. Mais 4 operações foram excluídas da amostra devido à escassez de informações disponíveis, resultando numa amostra de 181 emissões.

Tabela 1
Composição da amostra analisada (2005 a 2016)

Debêntures		
	Número de empresas	Número de Debentures emitidas (operações públicas)
Quantidade total de empresas e emissões	141	242
Empresas financeiras, leasing e seguradoras	-24	-57
Empresas sem informações	-1	-4
Total	116	181
Empréstimos sindicalizados		
	Número de empresas	Número de empréstimos contratados (operações privadas)
Quantidade total de empresas tomadoras	51	136
Empresas em renegociação de dívidas	-3	-3
Total	48	133

A metodologia utilizada será a análise descritiva. Segundo Gil (2009), a pesquisa descritiva tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relação entre as variáveis. Andrade (2002) destaca que a pesquisa descritiva se preocupa em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los e o pesquisador não interfere neles. Dessa forma os dados não são manipulados pelo pesquisador. Essa metodologia foi utilizada por Kaplan e Stromberg (2003) na análise de contratos de *venture capital* e a escolha dela para esta pesquisa deve-se ao fato de que, com esse tipo de método, será possível descrever e sumarizar os dados a fim de identificar semelhanças ou diferenças, analisando se há maior grau de restrição nos tipos de operações.

As *covenants* foram classificadas em dez categorias com a descrição das principais características de cada uma delas, seguindo o que foi utilizado por Silva et al. (2013).

Tabela 2
Descrição dos tipos de classificação das *covenants*

Tipo 1	Restrição Contábil - cumprir determinado índice financeiro do contrato
Tipo 2	Restrições ao Dividendo - pagar dividendos, juros sobre o capital próprio ou qualquer outra remuneração semelhante aos acionistas
Tipo 3	Redução de Capital - ter seu capital reduzido
Tipo 4	Liquidação, Dissolução ou Falência - ser, por qualquer meio, liquidado ou extinto - ter sua falência requerida ou declarada - ter um plano de falência proposto ou arquivado
Tipo 5	Mudança na atividade <i>core</i> da companhia - alterar o propósito comercial da empresa

Continua

Conclusão

Tipo 6	Mudança na estrutura da empresa - alterar a forma legal da companhia - fusões, cisões, aquisições e outras reorganizações societárias
Tipo 7	Transferência ou Alteração no Controle do Emissor/Tomador - alterar o acionista final/controlador do grupo
Tipo 8	Venda, Alienação ou Transferência de Ativos - ter seus ativos transferidos direta ou indiretamente - perder seus ativos por desapropriação / despejo - ter seus direitos ou obrigações transferidos a outras partes - ter suas garantias enfraquecidas ou ameaçadas - dar novas garantias e/ou garantias já constituídas em seus ativos e/ou se tornar garantidora de dívidas de terceiros - não atualizar / substituir garantias que tiveram seu valor diminuído - contrair empréstimos não autorizados com terceiros (como devedor)
Tipo 9	Default - ter obrigações não cumpridas descritas na escritura ou no contrato - ter decretado contra si o vencimento antecipado de dívidas / empréstimos - não cumprir decisões de tribunais judiciais ou administrativos, - deixar de pagar alguma decisão final (judicial ou administrativa) se condenado - não pagar qualquer obrigação pecuniária - ter uma dívida cobrada ou executada
Tipo 10	Obrigações Legais e Licenças Ambientais - ter suas licenças, autorizações e/ou permissões expiradas ou canceladas - não cumprir regulamentos locais

3.1 Características e informações da amostra

A amostra é composta por 16 setores de empresas que emitiram debêntures ou contrataram empréstimos sindicalizados. Observa-se que o setor de energia foi responsável por, respectivamente, 36,46% e 78,20% das contratações de operações privadas e emissões de debêntures, seguido pelos setores de transportes, com 15,47% das emissões de debêntures, e outros, com 9,02% dos empréstimos sindicalizados.

Tabela 3

Percentual de emissões e empréstimos por setor

Setores	Operações Públicas (emissões)	Operações Privadas (empréstimos)
Aço e Metalurgia	1,66%	-
Alimentos e Bebidas	2,76%	-
Comércio	2,76%	-
Construção	9,39%	2,26%
Eletrônicos	0,55%	-
Energia	36,46%	78,20%
Indústria	-	5,26%
Mineração	1,66%	-
Óleo e gás	2,77%	-
Papel e Celulose	1,10%	-
Química	2,76%	0,75%
Telecomunicações	7,73%	-
Têxtil	0,55%	-
Transporte	15,47%	4,51%
Veículo e peças	1,10%	-
Outros	13,81%	9,02%

Uma *dummy* foi utilizada para cada uma dessas categorias com o número “1” indicando a presença daquela *covenant* em determinada operação. Dessa forma, é possível identificar a proporção de *covenants* presentes nos dois tipos de amostra analisados e observar em qual tipo de operação existe maior rigidez e quantidade de *covenants*, considerando que os dois grupos de amostras serão comparados. A partir da identificação da *covenant* na operação é possível realizar a análise dos dois tipos de operação.

Assim, é possível: (i) avaliar se existem diferenças nas *covenants* inseridas nas operações públicas e privadas e (ii) identificar qual dos tipos de operação é mais flexível no que diz respeito às obrigações contratuais.

Foi realizado um teste de proporção para verificação da existência de proporcionalidade entre os tipos de *covenants* inseridos nas operações públicas e privadas, conforme Tabela 4.

Tabela 4

Teste de Proporção

	Privado	Público	p-hat	Desv.Pad.	Z-Valor
Cov 1 - Restrição Contábil	0,28	0,86	0,61	0,06	-10,50
Cov 2 - Restrição ao Dividendo	0,26	0,72	0,53	0,06	-7,98
Cov 3 - Redução de Capital	0,40	0,56	0,49	0,06	-2,79
Cov 4 - Liquidação, Dissolução ou Falência	0,98	0,97	0,97	0,02	0,28
Cov 5 - Mudança na Atividade <i>core</i>	0,86	0,54	0,68	0,05	6,15
Cov 6 - Mudança na Estrutura	0,97	0,86	0,90	0,03	3,38
Cov 7 - Transf. ou alteração de controle	0,00	0,72	0,41	0,06	-12,77
Cov 8 - Venda, Alienação, transferência de ativos	0,99	0,52	0,72	0,05	9,15
Cov 9 - <i>Default</i>	0,99	0,97	0,98	0,02	1,29
Cov 10 - Obrigações legais e ambientais	0,95	0,41	0,64	0,05	9,81

Considerando-se que:

- H0: Proporção dos tipos de *covenants* é igual nas operações públicas e privadas;
- H1: proporção dos tipos de *covenants* é diferente nas operações públicas e privadas.

Pode-se notar que a hipótese pode ser rejeitada para as *covenants* de tipo 1, 2, 3, 5, 6, 7, 8 e 10, ou seja, observamos uma diferença estatística significativa entre as proporções desses tipos de *covenants* nas operações públicas e privadas. Já para as *covenants* de tipo 4 e 9 nota-se que a diferença não é significativa.

Tabela 5
Presença das *covenants* na amostra

		Operações Públicas	Operações Privadas
Tipo 1	Restrição Contábil	156	37
	%	86,19	27,82
Tipo 2	Restrições ao Dividendo	130	35
	%	71,82	26,32
Tipo 3	Redução de Capital	101	53
	%	55,80	39,85
Tipo 4	Liquidação, Dissolução ou Falência	176	130
	%	97,24	97,74
Tipo 5	Mudança na atividade <i>core</i> da companhia	97	115
	%	53,59	86,47
Tipo 6	Mudança na estrutura da empresa	155	129
	%	85,64	96,99
Tipo 7	Transferência ou Alteração no Controle do Emissor/Tomador	130	0
	%	71,82	0,00
Tipo 8	Venda, Alienação ou Transferência de Ativos	94	132
	%	51,93	99,25
Tipo 9	Default	176	132
	%	97,24	99,25
Tipo 10	Obrigações Legais e Licenças Ambientais	74	126
	%	40,88	94,74

Tabela 6
Presença das *covenants* por setor – Operações Públicas

Setor	Tipo1	Tipo2	Tipo3	Tipo4	Tipo5	Tipo6	Tipo7	Tipo8	Tipo9	Tipo10
Aço e Metalurgia	2	1	1	3	2	3	1	3	2	0
Alimentos e Bebidas	3	3	2	4	2	5	3	1	5	1
Comércio	5	5	5	4	3	5	1	2	5	2
Construção	14	14	13	17	11	13	9	7	17	10
Eletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
Energia	57	40	27	64	24	57	49	23	64	20
Industria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mineração	0	0	3	3	2	3	0	3	3	0
Óleo e gás	4	3	3	4	4	3	3	0	4	2
Papel e Celulose	2	2	2	2	0	2	1	1	2	2
Química	5	4	2	5	3	1	3	3	4	0
Telecomunicações	13	9	3	14	3	12	13	5	14	5
Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0
Transporte	23	26	19	27	24	24	23	22	27	20
Veículo e peças	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Outras	24	19	17	25	15	23	20	21	25	10

Tabela 7

Presença das *covenants* por setor – Operações Privadas

Setor	Tipo1	Tipo2	Tipo3	Tipo4	Tipo5	Tipo6	Tipo7	Tipo8	Tipo9	Tipo10
Aço e Metalurgia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alimentos e Bebidas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Comércio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Construção	0	0	1	3	3	3	0	3	3	3
Eletrônicos										
Energia	23	23	37	102	93	101	0	103	103	101
Indústria	5	5	2	7	6	6	0	7	7	7
Mineração	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Óleo e gás	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Papel e Celulose	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Química	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1
Telecomunicações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Têxtil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transporte	3	3	4	6	3	6	0	6	6	5
Veículo e peças	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	5	4	8	11	9	12	0	12	12	9

Analisando a presença de *covenants* relacionadas a cada setor das emissoras/tomadoras, foi possível verificar que, para o setor de energia, tanto para operações públicas como para operações privadas, existe maior incidência de restrições relativas às *covenants* do tipo 4 (liquidação, dissolução ou falência). Para o setor de construção, além da maior incidência de *covenants* do tipo 4, também foi possível observar a presença constante de *covenants* do tipo 9 (*default*).

Nas operações públicas, foi possível observar que alguns setores não apresentaram *covenants* do tipo 1 e 2 (mineração), tipo 5 (papel e celulose), tipo 8 (óleo e gás e têxtil) e tipo 10 (aço e metalurgia, eletrônicos, mineração, química e têxtil). Já nas operações privadas, as *covenants* do tipo 1 para o setor de construção e a de tipo 2 para os setores de construção e química foram pouco ou não observadas.

Também foi analisada a presença de *covenants* nas operações emitidas/contratadas nos períodos pré e pós-crise econômica brasileira de 2008, chegando aos resultados contidos nas Tabelas 8 e 9, abaixo.

Tabela 8

Presença das *covenants* Pré e Pós-Crise de 2008 – Operações Públicas

	Pré-Crise (2005 à 2008)	Pós-Crise (2009 à 2016)
Emissões	101	80
tipo 1	89	67
tipo 2	69	61
tipo 3	43	58
tipo 4	97	79
tipo 5	47	50
tipo 6	75	80
tipo 7	65	65
tipo 8	37	58
tipo 9	97	79
tipo 10	17	57

Tabela 9

Presença das *covenants* Pré e Pós-Crise de 2008 – Operações Privadas

	Pré-Crise (2005 à 2008)	Pós-Crise (2009 à 2016)
Empréstimos	20	113
tipo 1	10	23
tipo 2	7	28
tipo 3	9	44
tipo 4	20	39
tipo 5	14	101
tipo 6	19	110
tipo 7	0	0
tipo 8	20	112
tipo 9	20	112
tipo 10	17	109

Foi possível observar que, nas operações públicas durante o período pré-crise a *covenant* mais presente foi a de tipo 4 (liquidação ou falência) e, no período pós-crise, a *covenant* mais presente foi a do tipo 6 (troca de controle). Já nas operações privadas, apesar da diferença de proporção entre as operações contratadas em cada período (20 operações no período pré-crise e 113 no período pós-crise) foi possível verificar que as *covenants* mais presentes em ambos os períodos foram as de tipo 8 (transferência de ativos) e tipo 9 (*default*), o que demonstra que as principais restrições inseridas nas operações privadas não tiveram alteração entre um período e outro.

Em seguida, para verificar a presença de *covenants* de acordo com o valor da dívida, as operações foram divididas em quartis, sendo o primeiro quartil de operações até R\$ 100 milhões, o segundo, operações acima de R\$ 100 até 200 milhões, o terceiro, operações acima de R\$ 200 até 400 milhões e o quarto, operações acima de R\$ 400 milhões a R\$ 5,5 bilhões. A análise teve resultados conforme tabelas 10 e 11, abaixo.

Tabela 10

Presença das *covenants* por quartil da dívida – Operações Públicas

	1º quartil	2º quartil	3º quartil	4º quartil
Emissões	9	30	67	75
tipo 1	7	29	63	57
tipo 2	9	22	50	49
tipo 3	3	17	41	40
tipo 4	9	28	66	73
tipo 5	6	16	38	37
tipo 6	5	26	59	65
tipo 7	5	22	51	52
tipo 8	4	14	34	43
tipo 9	9	27	65	75
tipo 10	3	7	25	39

Tabela 11

Presença das *covenants* por quartil da dívida – Operações Privadas

	1º quartil	2º quartil	3º quartil	4º quartil
Empréstimos	95	26	10	2
tipo 1	26	7	2	2
tipo 2	23	9	2	1
tipo 3	37	10	5	1
tipo 4	91	26	10	1
tipo 5	82	23	9	1
tipo 6	93	25	10	1
tipo 7	0	0	0	0
tipo 8	94	26	10	2
tipo 9	95	26	10	1
tipo 10	91	25	9	1

Observa-se que, nas dívidas classificadas no primeiro quartil das operações públicas foi possível identificar que as principais *covenants* foram dos tipos 2, 4 e 9. Já para o segundo quartil, as *covenants* principais foram dos tipos 1 e 4. Para o terceiro quartil, foram as dos tipos 1, 4 e 9 e, para o último quartil, as principais *covenants* foram dos tipos 4 e 9.

Para as operações privadas a *covenant* que aparece em maior número de operações do primeiro quartil foi a do tipo 9. Para as demais operações de todos os quartis, a *covenant* de tipo 8 foi a principal identificada.

Tabela 10

Presença das *covenants* no setor de Energia

	Operações Públicas	Operações Privadas
tipo 1	57	23
tipo 2	40	23
tipo 3	27	37
tipo 4	64	102
tipo 5	24	93
tipo 6	57	101
tipo 7	49	0
tipo 8	23	103
tipo 9	64	103
tipo 10	20	101

Analisando as *covenants* presentes no principal setor da amostra, o de Energia (Geração, Transmissão e Distribuição), figurando um total de 66 operações públicas e 104 privadas, foi possível verificar que, em ambas, as *covenants* identificadas em maior quantidade das operações foram as de tipo 4, referentes a Liquidação, Dissolução ou Falência, e tipo 9, referente a *default* e, ainda, nas operações privadas, em mais de 99% delas, houve a presença da *covenant* de tipo 8, referente à venda, alienação ou transferência de ativos da contratante.

4 Limitações da Pesquisa

Para as operações privadas, em que pese o tamanho e a abrangência da fonte utilizada, a base de dados foi extraída de um único banco comercial brasileiro, o que poderia enviesar a pesquisa, pois as preocupações da instituição podem ser diferentes de acordo com o credor.

Todavia, por tratarem-se de operações sindicalizadas, ou seja, cujos credores se juntam em um sindicato para a concessão do crédito, esse viés pode ser eliminado, tendo em vista que o instrumento de crédito é revisado e aprovado por todos os credores que participam da estrutura da operação e que decidem quais as *covenants* a serem incluídas nos instrumentos, após ampla discussão com o objetivo de direcionar e convergir ao interesse conjunto de todos os credores. Dessa forma, os interesses são conjuntos e acordados entre todos os credores, não ficando limitados ao interesse do banco detentor da base de dados utilizada.

5 Conclusão

Este artigo analisou a estrutura de *covenants* incluídas em operações públicas (emissões de debêntures) e privadas (empréstimos sindicalizados) de empresas brasileiras no período de 2005 a 2016, visando identificar se há diferença ou maior rigidez entre operações públicas e privadas e avaliá-las, em caso positivo. Também nesse sentido, foi proposto identificar qual dos tipos de captação de recursos é mais flexível no que tange às obrigações contratuais.

De acordo com a análise realizada no presente artigo, foram verificados dez tipos de *covenants*, agrupados por assunto, e examinada a existência dessas condicionantes nas amostras escolhidas a fim de compará-las por tipo e como um todo. Assim sendo, pode-se chegar às conclusões abaixo, conforme cada tipo.

Foi possível identificar que, tanto para operações públicas quanto privadas, existe grande rigidez nas condicionantes relacionadas às obrigações de *default*, seguidas por obrigações relativas à liquidação, dissolução ou falência das companhias devedoras, estando presentes em quase todas as operações, condicionantes acerca desses temas. Também existe em ambas uma grande preocupação no que diz respeito aos aspectos ambientais, considerando-se o risco de

imagem associado aos eventuais descumprimentos desse tipo de obrigação, chegando a 94% das operações privadas e 40% das públicas. Esse percentual que quase totaliza as operações privadas também pode ser influenciado pela necessidade dos bancos em afastar o risco de imagem em caso de alguma não conformidade de todos os padrões ambientais e legais estabelecidos.

Outra expressiva preocupação demonstrada em ambos os tipos de operações foi a de mudança na estrutura da empresa tomadora, representada em 85% das operações públicas e 97% das operações privadas. Essa previsão denota a importância dada pelos credores ao controle acionário/social da empresa, bem como quem a controla, o que pode representar a mudança de políticas internas ou de forma de gestão que majorariam riscos para os credores, mitigados, portanto, com essas *covenants*.

Uma preocupação que aparece em cerca de 55% e 39% nas operações públicas e privadas, respectivamente, é o de redução de capital da empresa tomadora. Já a mudança de atividade *core* da tomadora é prevista como *covenant* em 86% das operações de operações sindicalizadas (privadas) contra 53% das operações de emissão de debêntures (públicas). Isso pode ser explicado porque o retorno das operações de empréstimos normalmente depende do desempenho operacional da empresa, sobre o qual é feita toda a estruturação da operação e, no caso de alteração do ramo da empresa, esse retorno é diretamente alterado ao passo que, para emissões de debêntures, a grande importância estaria na compra e no retorno dessas debêntures, o que não está tão intrinsecamente ligado à atividade principal da tomadora.

A principal diferença verificada refere-se às obrigações que envolvem restrições contábeis e ao dividendo: enquanto que nas operações públicas as *covenants* referentes aos temas foram identificadas em 156 e 130 observações respectivamente, ou seja, cerca de 86 e 71% da amostra, nas operações privadas foram identificadas em apenas 37 e 35 observações respectivamente, que representam cerca de 27 e 26% da amostra. Isso se justifica pela natureza da operação de emissão de debêntures, habitual e intimamente atrelada ao desempenho financeiro das empresas tomadoras, o que estabelece rígido cumprimento de índices como EBITDA, por exemplo.

Já no quesito transferência de ativos, a restrição nas operações privadas é 40% maior do que nas operações públicas, o que pode ser justificado por se tratarem de operações destinadas a amparar investimentos fixos nos quais todo o projeto é oferecido como garantia ao sindicato de bancos, o que não necessariamente acontece nas operações públicas, quando a finalidade do recurso pode ser diferente de investimentos fixos. Dessa forma, nas operações públicas, um enfraquecimento das garantias teria impacto direto na majoração do risco do crédito que foi concedido.

Com relação às *covenants* de transferência ou alteração no controle acionário do emissor/tomador, puderam ser observadas cláusulas nesse sentido em 71% das operações da amostra de operações públicas. Como o número de operações privadas com essa condicionante foi zero, o banco de dados da amostra foi revisitado, tendo sido apurado que essa condicionante, nas operações privadas, foi habitualmente formalizada em documento à parte, restando a amostra prejudicada para comparações quanto a esse item.

Efetuada teste de proporcionalidade com a hipótese de o número de *covenants* ser semelhante entre operações públicas e privadas, observou-se que a hipótese somente se aplicou às condicionantes de tipos 4 e 9 e pôde ser rejeitada para as *covenants* de tipo 1, 2, 3, 5, 6, 7, 8 e 10, ou seja, houve uma diferença estatística significativa entre as proporções desses tipos de *covenants* nas operações públicas e privadas.

Com relação à segmentação por atividade das empresas emissoras/financiadas, a amostra, tanto de operações públicas quanto privadas, contou com uma concentração significativa nos setores de energia, construção e transportes, restando a possibilidade de análise mais concreta das *covenants* presentes das operações somente desses três setores. Assim, foi possível verificar que, para o setor de energia, em operações públicas ou privadas, existe maior incidência de *covenants* de liquidação, dissolução e falência, o que também ocorre nos setores de transporte e construção, este último o qual também apresentou grande incidência de condicionantes relacionadas a *default*. Também foi observado que os três ramos de atividade, de energia, construção e transporte, não apresentaram condicionantes do tipo 7 (transferência de controle da empresa) nas operações privadas, mas nas operações públicas essas condicionantes foram observadas em proporção relevante. Para as operações privadas do setor de construção, as *covenants* dos tipos 1 e 2 (restrições contábeis e aos dividendos) também não foram observadas.

Também foi analisada a presença de obrigações nas operações públicas e privadas nos períodos pré e pós-crise econômica brasileira de 2008. Para as operações públicas, houve maior presença da *covenant* referente a liquidação ou falência no período pré-crise. Já no período pós-crise, a *covenant* mais presente foi a de troca de controle. Nas operações privadas, apesar da diferença de proporção entre as operações contratadas em cada período, foi possível verificar a semelhança nas *covenants* mais presentes em ambos os períodos (referentes à transferência de ativos e *default*), o que demonstra que as principais obrigações inseridas nas operações privadas não tiveram alteração entre um período e outro.

A última análise efetuada foi pelas faixas de valores das operações, tanto públicas, quanto privadas, divididas em quatro quartis. A presença de *covenants* de todos os tipos, tanto nas operações públicas quanto privadas, se mostrou relativamente proporcional, independentemente

dos valores das operações, com exceção para o tipo 7 nas operações privadas, cuja obrigação é habitualmente estabelecida em documento à parte pelo banco origem da amostra analisada, o que tornou a análise desse tipo prejudicada. Essa análise talvez pudesse ser mais bem observada numa amostra maior e mais heterogênea em faixas de valores, a fim de possibilitar a observação mais ampla.

Em resumo, pode ser observada a presença de *covenants* dos dez tipos classificados tanto nas operações públicas quanto nas privadas. As condicionantes incluídas nas operações dos dois tipos possuem algumas semelhanças qualitativas e quantitativas, porém, considerando a destinação dos recursos, nota-se que em operações públicas existe uma maior restrição quanto ao cumprimento de condições de restrição contábil e de dividendos bem como com a alteração no controle da empresa, enquanto, nas operações privadas existem maiores restrições no que se refere à mudança da atividade *core* da tomadora, na mudança da estrutura da empresa e no esvaziamento e enfraquecimento das garantias. Nas amostras verificadas, notou-se bastante semelhança na quantidade e na qualidade das *covenants* relativas à redução de capital, liquidação, dissolução e falência, *default* e obrigações legais e ambientais entre as operações públicas e privadas.

Assim sendo, pode-se afirmar que, conforme a finalidade dos recursos captados e os planos sócio financeiros da tomadora/emissora, a escolha de um dos tipos de captação pode ser mais flexível no que tange às obrigações contratuais, restando à emitente/financiada, decidir pelo tipo de operação conforme as obrigações que julga passíveis de atendimento.

Desta forma, este artigo contribui com informações sobre as obrigações constantes nas operações públicas e privadas, suas diferenças, completando a teoria já existente e podendo fornecer aos gestores financeiros das empresas brasileiras, informações que poderão auxiliá-los na tomada de decisão quanto a forma de captação de recursos de terceiros para aplicação em seus projetos, no que tangem às obrigações contratuais.

Não foi possível, a partir da amostra selecionada para esta dissertação, fazer uma análise detalhada das proporção e presença de *covenants* conforme a atividade da empresa. Para que fosse possível uma análise mais profunda de detalhamento das *covenants* por setor, seria necessária uma amostra maior e mais heterogênea, a qual compreendesse operações dos setores a serem analisados em proporção mais semelhante, o que poderia ser abordado em um próximo estudo.

Para trabalhos futuros, também poderiam ser analisados dados de outras instituições financeiras a fim de que se aumentasse a amostra total e fosse possível a verificação dos dados, se mantida, validando mais amplamente o presente estudo. Além desse viés, poderiam ser

analisadas de forma mais detalhada as obrigações qualitativa e quantitativamente mais semelhantes entre as operações públicas e privadas para entender se há, mesmo nas obrigações semelhantes, diferenças entre as *covenants* desses dois tipos de operações.

Referências

- Andrade, M. M. (202). *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: Noções práticas* (5a ed.). São Paulo, Atlas.
- Bazzana, F., & Broccardo, E. (2009, October 29). *The role of covenants in public and private debt*. Working paper University of Trento. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496352>
- Billett, M. T., King, T.-H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth Opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697–730. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x
- Borges, L. F. X. (2006). Covenants: Instrumento de garantia em project finance. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-122.
- Chava, S., & Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The Journal of Finance*, 63(5), 2085-2121.
- Demerjian, P. R. (2010). Financial covenants, credit risk, and the resolution of uncertainty. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1559232
- Gil, A. C. (1999). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (5a ed.). São Paulo, Atlas.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The review of economic studies*, 70(2), 281-315.
- Lima, S. L., de. (2014) Garantias em operações de project finance nos setores de infraestrutura: O papel dos covenants. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(14), 1-44.
- Mather, P., & Peirson, G. (2006). Financial covenants in the markets for public and private debt. *Accounting and Finance*, 46(2), 285–307. doi:10.1111/j.1467-629x.2006.00168.x
- Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 137-176.
- Paglia, J. K., & Mullineaux, D. J. (2006). An empirical exploration of financial covenants in large bank loans. *Banks and Systems*, 1(2), 103-122.
- Perin, M. S., & Glitz, F. E. Z. (2015) Covenants em Contratos de Financiamento de Longo Prazo: Uma perspectiva jurídica. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, (1), 1375- 1393.
- Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*, 50(4), 1113–1146. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb04052.x

- Saito, R., Sheng, H., & Bandeira, M. L. (2007). Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. *Revista Adiministração*, 42(3), 280-292.
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 40(2), 1193-205.
- 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.
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161. doi:10.1016/0304-405x(79)90011-4