

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Finanças Empresariais

**QUAL O PAPEL DOS *COVENANTS* CONTÁBEIS NO BRASIL SOB A
PERSPECTIVA DO *BANKER*?**

MAURO DE FREITAS TORELLO

São Paulo
2018

MAURO DE FREITAS TORELLO

**QUAL O PAPEL DOS *COVENANTS* CONTÁBEIS NO BRASIL SOB A
PERSPECTIVA DO *BANKER*?**

Trabalho de Conclusão apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Finanças Empresariais da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Finanças Empresariais.

Orientador: Prof. Dr. Ronaldo Gomes Dutra de Lima

São Paulo
2018

T678q Torello, Mauro de Freitas.

Qual o papel dos *covenants* contábeis no Brasil sob a perspectiva do *banker*? / Mauro de Freitas Torello.

70 f.; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Controladoria e Finanças Empresariais)
– Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2018.

Orientador: Ronaldo Gomes Dultra de Lima

Bibliografia: f. 59-64.

1. Covenants contábeis. 2. Contratos de dívida. 3. Papel dos covenants. I. Lima, Ronaldo Gomes Dultra de, *orientador*. II. Título.

CDD

657.833

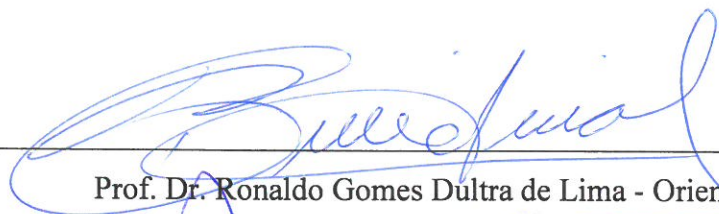
Mauro de Freitas Torello

**QUAL O PAPEL DOS COVENANTS CONTÁBEIS NO BRASIL SOB A
PERSPECTIVA DO BANKER?**

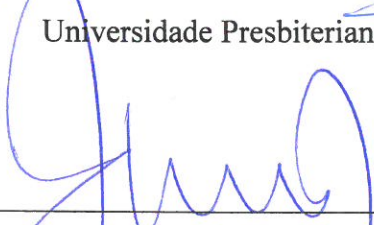
Trabalho de Conclusão apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Finanças Empresariais da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Finanças Empresariais.

Aprovado em: 08 / 08 / 2018

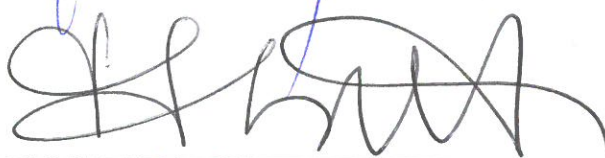
BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Ronaldo Gomes Dultra de Lima - Orientador
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Octavio Ribeiro de Mendonça Neto - Examinador Interno
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Edelcio Koitiro Nisiyama - Examinador Externo
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

A todos que contribuíram com esta realização

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Ronaldo Gomes Dutra de Lima, pelo apoio e importantes contribuições para este estudo.

A todos os professores, pelos ensinamentos.

Aos participantes da pesquisa, pelo tempo despendido e cordialidade.

Aos meus pais, que me ensinaram os valores da vida, os quais norteiam todas as minhas decisões.

À minha esposa, Thaís, pelo suporte às minhas decisões e estímulo aos estudos.

Aos meus filhos, Manuela e Gabriel, que são minhas inspirações e motivo maior para novos projetos e desafios.

Portanto, o desafio de cursar o Mestrado profissional é imenso e só foi possível com o suporte e ajuda que tive da família, de amigos, de colegas de Mestrado e professores.

“Somos feitos da mesma matéria que nossos
sonhos”

William Shakespeare

RESUMO

Objetivo do trabalho: A robusta literatura dedicada ao tema pesquisado permite e subsidia uma pesquisa prática aplicada, concreta e alicerçada em pilares já comprovados por autores renomados. Assim, o presente estudo tem como principal objetivo é identificar, mediante a percepção do *Banker*, qual o principal papel dos *covenants* contábeis, no Brasil, nos contratos privados de dívida. Secundariamente, os achados trazem outros importantes papéis desempenhados pelos *covenants* e suas características.

Design/Methodologia/Abordagem: Trata-se de uma pesquisa exploratória e qualitativa, que obteve os dados analisados por meio de dez entrevistas individuais com os *Bankers*. Os respondentes foram selecionados pelo círculo de relacionamento do autor e seu número foi definido por meio da saturação teórica, quando novos dados relevantes já não aparecem com o aumento da amostra. Aplicando um questionário semiestruturado, as questões foram gravadas, transcritas e codificadas, conforme sua classificação e, posteriormente, analisadas mediante técnicas de análise de conteúdo.

Resultados: Foi observado que o principal papel dos *covenants* contábeis, com maior número de menções pelos entrevistados, está na categoria de utilização destas cláusulas como um gatilho de renegociação nos casos de quebra dos *covenants* e, mais especificamente, na utilização deste para a recomposição da remuneração do credor, em face do aumento do risco de crédito. Contudo, ficou demonstrado, ainda, que a despeito do principal papel dos *covenants* contábeis, estas cláusulas possuem outros papéis tão importantes quanto o principal, em cada fase do contrato de empréstimo. Após a liberação dos recursos até o seu pagamento total, e no decorrer previsto do contrato, os *covenants* servem para restringir as ações dos agentes e evitar expropriação dos direitos dos credores, sendo que, neste mesmo lapso de tempo, possuem o papel de monitorar a *performance* do devedor, tanto relativo ao contrato em vigor como em novas operações, que vierem a acontecer. No momento em que o monitoramento detecta a violação dos *covenants* contábeis, se ocorrerem, estas cláusulas dão ao credor o controle do contrato e servem como gatilho para renegociação. Os resultados demonstram ainda que, segundo os entrevistados, os *covenants* mais utilizados são: cobertura de dívida (Dívida Líquida/EBITDA) e cobertura de juros (EBITDA/Despesas Financeiras)

Implicações práticas: Este estudo apresenta implicações práticas para aqueles que atuam em ambos os lados, credores ou devedores. Para os credores, traz um panorama de como e para que são utilizados os *covenants* contábeis, se suas práticas estão em linha e se são as desempenhadas por seus pares de outras instituições financeiras. Para os devedores, traz o conhecimento de como os *covenants* contábeis são importantes e quais suas implicações práticas no caso de violação, o que pode auxiliar na negociação de limites e tipos de *covenants* contábeis a serem inseridos em novos contratos de empréstimos.

Originalidade e contribuições: Na literatura sobre o tema, poucas são as pesquisas que trazem dados qualitativos para análise, além da natural restrição aos estudos relativos aos contratos privados de dívida. Neste sentido, este estudo pode contribuir com novas pesquisas complementares e seus achados com a interação entre o mercado e a academia.

Palavras-chave: *Covenants* contábeis. Contratos de dívida. Papel dos *Covenants*.

ABSTRACT

Objective of the work: The robust literature of the researched topic allows and subsidizes a practical research, concretized by and supported by pillars which have already been proven by renowned authors. Thus, the current research has the main objective of bringing, through the perception of Banker, the cardinal role of "covenants accounting" in private contracts of debt in Brazil. Additionally, the results have presented other important roles carried out by covenants and their characteristics.

Design / Methodology / Approach: This research is an exploratory and qualitative one; the analyzed data was attained by interviewing ten individual Bankers. Those who were interviewed were selected from the author's social circle and the number was set by means of theoretical saturation, when no new relevant data longer arose despite increasing the sample. By applying a semi-structured questionnaire, the questions were recorded, transcribed, and codified according to their classification and later analyzed using content analysis techniques.

Results: It was observed that the main role of accounting covenants, with the majority of mentions by interviewees, is in the category of using clauses as a trigger of renegotiation in case of covenant breakdown, and, more specifically, in the use of covenants for the reconstitution of remuneration of the creditor, in view of the increase of credit risk. However, it was demonstrated that despite the main role of accounting covenants, these clauses have other roles of equal importance as the central one in each phase of the loan contract. From the release of the funds until their entire payment, and during the expected period of the agreement, covenants serve to restrict the actions of agents and avoid expropriation of the creditors' rights, while simultaneously having the role of monitoring the *performance* of the debtor, both relative to the contract in force as in new operations that come to happen. When a breach of accounting covenants is detected, if they occur, these clauses give the control of the contract to the creditor and serve as a trigger for renegotiation. The results also reveal that, according to the interviewees, the most used covenants are: debt coverage (Net Debt/EBITDA) and interest coverage (EBITDA/ Financial Expenses).

Practical Implications: This study shows practical implications to those who work on both sides, lenders and debtors. For lenders, it provides insight of how and for what accounting covenants are used, and whether its practices are aligned and if they are carried out by their pairs of other financial institutions. For debtors, it brings to light how accounting covenants are important and what their practical implications are in case of breach, which can help in the negotiation of limits and in the types of accounting covenants to be inserted in new loan agreements.

Originality and Contributions: In literature about the topic, few are the researches that bring qualitative data for analysis, in addition to the natural restriction on related studies of private debt contracts. In this sense, this study can contribute to new complementary researches and its finding to the interaction between the market and the academy.

Keywords: Accounting Covenants; Debt contract; Role of Covenants

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Gráfico de resultados	39
---	-----------

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação da resolução de insolvência	33
Quadro 2 – Estudos e o respectivo país de análise da amostra	34
Quadro 3 – Perfil dos entrevistados.....	37
Quadro 4 – Consequências da violação dos <i>covenants</i> financeiros.....	45
Quadro 5 – <i>Covenants</i> contábeis mais utilizados, segundo os entrevistados	55

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA E QUESTÃO DE PESQUISA	15
1.2	OBJETIVO DO ESTUDO	16
1.3	JUSTIFICATIVA	16
1.4	CONTRIBUIÇÕES	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1	COVENANTS	19
2.1.1	<i>Covenants</i> contábeis mais utilizados e sua restritividade	22
2.1.2	<i>Covenants</i> contábeis em contratos privados de dívida	24
2.2	TEORIA DA AGÊNCIA E O PAPEL DOS <i>COVENANTS</i>	25
2.3	A TEORIA DOS CONTRATOS INCOMPLETOS E O PAPEL DOS <i>COVENANTS</i>	28
2.4	CONSEQUÊNCIA DA VIOLAÇÃO DOS <i>COVENANTS</i>	30
2.5	OS <i>COVENANTS</i> E O PAÍS DE UTILIZAÇÃO	31
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	35
3.1	TIPO DE PESQUISA	35
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	35
3.3	COLETA DE DADOS	36
3.4	ANÁLISE DOS DADOS	37
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	39
4.1.1	Gatilho de renegociação da dívida	40
4.1.2	Monitoramento do devedor	47
4.1.3	Restrição das ações do devedor	50
4.1.4	Recebimento da dívida antecipadamente	52
4.2	<i>COVENANTS</i> CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS	53
5	CONCLUSÃO	56
5.1	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
5.2	LIMITAÇÃO DO ESTUDO E OPORTUNIDADES DE ESTUDOS POSTERIORES	57
	REFERÊNCIAS	59
	APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO SEMIESTRUTURADO	65
	APÊNDICE B – DIMENSÕES E SUBDIMENSÕES DO PAPEL DOS COVENANTS	66
	APÊNDICE C – MAPA DE CODIFICAÇÃO UTILIZADO PARA ANÁLISE DE CONTÉUDO DAS ENTREVISTAS	69

APÊNDICE D – E-MAIL CONVITE ENVIADO PELO AUTOR PARA O RESPONDENTE PARTICIPANTE.....	70
--	-----------

1 INTRODUÇÃO

Jensen e Meckling (1976), em linhas gerais, apontam que não são encontradas grandes empresas financiadas quase completamente por capital de terceiros, em virtude da consequência que uma estrutura deste tipo teria sobre o comportamento do administrador. Neste contexto, um possível credor não faria um empréstimo de \$100 milhões para uma empresa com capital social de \$10 mil, pois, com esta estrutura financeira, o administrador proprietário poderia sentir-se incentivado a fazer investimentos, que lhe trouxessem grande recompensa – mesmo que o risco de falha para o projeto fosse alto. Se o projeto tiver êxito, o administrador-proprietário fica com o bônus, mas se falhar, o credor fica com o ônus, e seus direitos são expropriados.

Ainda que simplificada, a situação descrita é uma, entre outras, que podem expropriar os direitos do credor. Assim, antes de conceder os recursos para o devedor, o credor faz uma análise das perspectivas para aquela empresa e qual será sua capacidade futura de geração de caixa, se é suficiente para a liquidação do montante emprestado, tentando aferir o valor futuro da companhia, que vai garantir-lhe o pagamento do empréstimo concedido, acrescido da remuneração do credor, ou seja, os juros são ajustados para aquele risco mensurado.

Uma série de acontecimentos pode ocorrer no lapso de tempo entre a contratação do empréstimo e seu pagamento e, dessa forma, a perspectiva inicial quanto ao risco do devedor pode se alterar negativamente, o que faz com que os credores busquem ferramentas, que reduzam o risco de não recebimento, em face da incerteza que podem enfrentar, após a formalização do contrato (*ex-post*).

Uma destas ferramentas utilizadas são as cláusulas restritivas, *covenants*, adicionadas aos contratos de empréstimo.

O instituto do *covenant* constitui, no direito anglo-saxão, 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 traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenant*) ou obrigações de proteção (*protective covenant*). Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. As obrigações positivas (*positive covenant*) são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa. As obrigações negativas (*negative covenant*) são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos (BORGES, 1999, p. 13).

Os *covenants* podem ser contábeis ou não contábeis. Os contábeis se utilizam de informações financeiras para serem medidos e, se não cumpridos pelo devedor, ocorre a violação técnica, que propicia o direito ao credor de receber a dívida antecipadamente.

Nos trabalhos seminais, acerca da teoria da agência, Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) e Smith e Warner (1979) dão aos *covenants* o principal papel de reduzir o conflito de interesses entre o credor e devedor, controlando as ações dos administradores da empresa devedora e reduzindo, desse modo, o conflito de agência. Smith e Warner (1979), por exemplo, chegaram a esta conclusão, analisando uma amostra de empresas nos EUA.

Contudo, em estudos mais recentes, as incertezas quanto a eventos gerados após a contratação da dívida, por exemplo, a *performance* futura do devedor, eventos macroeconômicos não previstos e mudanças na alteração da demanda para aquela indústria (DEMERJIAN, 2011), fizeram os *covenants* ganharem o papel de gatilho para a revisão do contrato, caso algo saia diferente daquela previsão inicial. Demerjian (2016) pesquisou, em uma base de 22 mil contratos privados de dívida nos Estados Unidos, o uso de *covenants* contábeis na contratação de dívida em tempos de incertezas e concluiu que estes servem como uma ferramenta para renegociar a dívida em face de diferentes eventos daqueles conhecidos *ex-ante*.

Dichev e Skinner (2002), pesquisando em uma amostra de quase 60 mil contratos de dívida, majoritariamente nos Estados Unidos, concluíram que os credores utilizam os *covenants* contábeis como um dispositivo de monitoramento da situação do devedor.

No Brasil, dois estudos, de Beiruth (2015) e Silva (2008), destacam-se acerca dos *covenants* contábeis de dívida. Em recente pesquisa, Beiruth (2015) concluiu que os *covenants* contábeis vêm sofrendo uma redução em sua utilização, em virtude da implantação do IFRS (*International Financial Reporting Standards*), por receio dos critérios de julgamento adotados pelo credor e permitidos pelas novas normas contábeis. Em contrapartida, outros tipos de *covenants* vêm sendo utilizados em maior número. Já, Silva (2008) verificou as escolhas contábeis, sob a ótica da hipótese dos *covenants*, versada na teoria positiva da contabilidade, ou seja, quanto mais perto a empresa estiver de violar os *covenants*, mais terá propensão a alterar a forma de contabilização com o objetivo de evitá-la.

Silva (2008) concluiu que as empresas não realizam mudanças de práticas contábeis voluntárias com o intuito de evitar a violação dos *covenants*, em que pesem vários fatores, entre estes o baixo custo de violação dessa ferramenta. Em sua conclusão, e como sugestão para novos trabalhos, Silva (2008) indica um levantamento de questionários e entrevistas sobre o papel dos *covenants* contábeis utilizados nos títulos de dívidas no Brasil.

Este trabalho segue, em parte, a sugestão dada por Silva (2008) e tem, como principal propósito, trazer a percepção do *Banker*¹ acerca do papel dos *covenants* contábeis nos contratos privados de dívida, por meio de entrevistas com os atores deste mercado.

O Brasil figura entre os países com menor proteção aos direitos dos credores, segundo o relatório *Doing Business* (2018), emitido pelo Banco Mundial, atrás de países em que foi desenvolvida a maioria das pesquisas aplicadas sobre o tema. Assim, o estudo acerca do principal papel dos *covenants* contábeis, em títulos de dívida privada no Brasil, pode trazer diferentes resultados daqueles auferidos em estudos anteriores e em outros países, em face da baixa proteção do prestador e do ambiente de negócios no qual os entrevistados atuam.

Neste contexto, este estudo procura preencher a lacuna existente em relação aos estudos acerca do papel dos *covenants* contábeis, em títulos privados de dívida no Brasil, fornecendo tanto para credores quanto para devedores, destes tipos de dívida, subsídios que, certamente, são capazes de situar as partes em relação às suas práticas, comparando-as com os achados do estudo, permitindo avaliar ou reavaliar suas decisões acerca do tema.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA E QUESTÃO DE PESQUISA

Conforme exposto, os *covenants* contábeis são amplamente utilizados em contratos de dívida no Brasil e no mundo. Tanto a relevância do assunto quanto a frequência de sua utilização prática não são traduzidas em estudos sob a perspectiva do conhecimento prático e experiência dos prestadores no Brasil, os quais podem preencher lacunas do arcabouço teórico apresentado aqui.

Diante disto, o propósito deste estudo é trazer luz ao seguinte problema de pesquisa: para que servem os *covenants* contábeis em contratos de dívida privados, pela evidência do *Banker* no Brasil?.

Para tanto, o presente estudo se propõe a investigar a seguinte questão de pesquisa: qual o principal papel dos *covenants* contábeis em contratos de dívida privados, utilizados no Brasil, na visão do *Banker*?

¹ *Banker*, neste estudo, são representados por pessoas com experiência mínima de cargo gerencial, que atuem na área comercial, como agentes de concessão de crédito para empresas de grande porte, de bancos nacionais ou internacionais com presença no Brasil.

1.2 OBJETIVO DO ESTUDO

O objetivo deste estudo é identificar o principal e os secundários papéis dos *covenants* contábeis em contratos de dívida privados no Brasil, para que servem e como são utilizados, na perspectiva do credor, trazendo para os atores deste ambiente, tanto emprestadores quanto tomadores, uma perspectiva de como atuam as instituições financeiras neste contexto. Pela resposta da questão de pesquisa, e encontrando o principal papel dos *covenants* contábeis, o estudo chega nesta perspectiva, que tem como propósito trazer subsídios e ferramentas para situar as partes em comparação aos achados do estudo.

Para alcançar o objetivo central, inicialmente, foram realizadas entrevistas com *Bankers*, representados por pessoas com experiência mínima de cargo gerencial, que atuam na linha de frente do relacionamento com os clientes e como agentes comerciais para empréstimos e financiamentos em instituições financeiras atuantes no país.

Posteriormente, o estudo traz um panorama da utilização dos *covenants* nos contratos de dívida privados: 1) tipos de *covenants* contábeis mais utilizados, e 2) tipos de renegociação das cláusulas de *covenants*.

1.3 JUSTIFICATIVA

A vasta literatura relativa aos *covenants* de dívida propicia ao tema a relevância e o protagonismo com que é tratado pelos pesquisadores. Ao longo do tempo, os principais estudos foram dando aos *covenants* diferentes utilizações, e calcados em diferentes teorias.

Neste contexto, é possível observar uma tendência temporal nos principais estudos e suas evoluções mais destacadas. Inicialmente, na década de 1970, os estudos de Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) e Smith e Warner (1979) deram aos *covenants* o papel de redutores de conflito entre credores e devedores, alicerçados sob os aspectos emanados pela teoria da agência. Nestes casos, uma vez que o devedor não cumprisse uma das restrições impostas, teria a dívida vencida antecipadamente.

Com a evolução das pesquisas, outros temas passaram a ser estudados com relação às cláusulas restritivas, relacionados à teoria positiva da contabilidade, escolhas contábeis e à hipótese dos *covenants*, analisadas por Watts e Zimmerman (1986), *covenants* contábeis mais utilizados e suas classificações, estudados por Whittred e Zimmer (1986) e Stokes e Leong (1988), por exemplo e, ainda, as consequências da violação dos *covenants*, cuja pesquisa foi encabeçada por Frost e Bernard (1989), tema recorrente em estudos dos anos 1990, conduzidos

por Beneish e Press (1993) e Chen e Wei (1993) entre outros autores. Mais recentemente, as análises sobre *covenants* mostraram relação com a teoria dos contratos incompletos, dando a essas cláusulas restritivas um papel de renegociação dos contratos e monitoramento do devedor diante das incertezas não conhecidas *ex-ante* (DEMERJIAN, 2011; GARLEANU; ZWIEBEL, 2009; GORTON; KAHN, 2000; SAAVEDRA, 2014).

Isso exposto, fica claro o aperfeiçoamento e a evolução do papel dos *covenants* contábeis diante do avanço do tempo e das pesquisas. Assim, este estudo se justifica por identificar estes diversos papéis desempenhados pelos *covenants*, baseados em índices contábeis, e colocá-los sob a luz da perspectiva prática trazida pelos entrevistados.

Além disso, a maioria dos estudos foi realizada em países com diferente ambiente de negócios e grau de proteção ao credor maior do que este estudo se propõe. Diante disso, as incertezas relacionadas à fragilidade do Brasil nestes aspectos, certamente, trazem resultados importantes para a confirmação, ou não, dos achados de pesquisas anteriores, em que pesem as nuances do ambiente que os entrevistados atuam.

Mather e Peirson (2006), que buscaram evidências acerca de *covenants* na Austrália, afirmam que estudos acerca deste assunto com títulos privados são limitados, considerando a confidencialidade dos contratos. Neste sentido, esta pesquisa se justifica por trazer evidências acerca deste tipo de dívida.

Outro ponto relevante deste estudo é o procedimento metodológico utilizado, com o levantamento dos dados mediante a pesquisa qualitativa, diferentemente da maioria dos estudos deste tema, que se utiliza de meios quantitativos para o levantamento de dados. Neste quesito, a proximidade com o respondente traz um resultado, em certos aspectos, diferentes daqueles levantados em pesquisas quantitativas.

Por fim, o estudo se justifica ao procurar preencher a lacuna deixada pela variável do país pesquisado, em que pesem os pontos já citados em referência ao ambiente de negócios e direitos do credor, da compilação dos diversos papéis atribuídos aos *covenants*, ao longo do tempo e por diversos estudos e achados que, certamente, suportaram outras pesquisas sobre o tema.

1.4 CONTRIBUIÇÕES

Evidências acerca do papel dos *covenants* contábeis são importantes para suportar a tomada de decisão tanto do credor como do devedor. Neste sentido, o presente estudo contribui para ambas as partes.

Do lado do credor, presta-se a trazer um panorama de como este instrumento é utilizado por diversos *players* do mercado. Neste caso, é possível avaliar as melhores práticas neste tema, se as ações atuais estão em linha com os achados do estudo e se cabe alguma alteração na sistemática da utilização dos *covenants* contábeis.

Do lado do devedor, traz luz ao papel dos *covenants* contábeis sob a perspectiva do *Banker* e o quão importante é a negociação destas cláusulas *ex-ante*, com o principal intuito de evitar custos com uma possível violação dos *covenants* e os caminhos de negociação disponíveis, se isto ocorrer.

A contribuição teórica do estudo é o aprofundamento das teorias, que abarcam o assunto, em uma aplicação prática no Brasil, trazendo o cenário atual de utilização dos *covenants* contábeis e dados utilizados pelo mercado acerca de tipos de *covenants* e renegociações, entre outras informações.

Por fim, os achados demonstram, com clareza, os diversos papéis desempenhados pelos *covenants* contábeis, em cada fase do contrato de dívida, contribuindo para futuras pesquisas e com usuários destes tipos de informação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 COVENANTS

Day e Taylor (2014) citam que os *covenants* possuem uma longa história como parte de contratos, especialmente, em relação à negociação de bens imóveis. Nos negócios empresariais, os autores relatam a utilização de *covenants* no século XVII, em contratos de trabalho.

Em relação à utilização dos *covenants* em contratos de dívidas, além de outras restrições impostas às empresas endividadas, estes surgiram nos anos 1890, durante a reorganização ferroviária nos Estados Unidos.

Os *covenants* são cláusulas dispostas no contrato de dívida, estabelecidas pelo credor, nas quais impõem certas restrições à execução de atividades do devedor ou obriga que este tome certas ações na companhia, fornecendo critérios para evitar problemas financeiros (MATHER; PEIRSON, 2006; BAZZANA; BROCADO, 2009).

Vale ressaltar que a utilização do *covenant* pode ser uma escolha do devedor, entre: 1) obter um custo menor de financiamento já que, segundo Bradley e Roberts (2015), a utilização de cláusulas restritivas reduz o custo de captação, ou 2) perder a flexibilidade de administração por conta das restrições impostas pelo credor (BILLET et al., 2007; MOIR; SUDARSANAM, 2007; NASH et al., 2003).

Há, ainda, uma terceira via, na qual o devedor não tem a opção de escolha, e a utilização dos *covenants* é imposta pelo credor, em virtude do risco analisado (ARMSTRONG et al., 2010; MOIR; SUDARSANAM, 2007).

Os *covenants* podem apresentar diversas formas de categorização quanto às suas classificações e nomenclaturas e, conforme a autora Matri (2017) cita, esta categorização não é obrigatória. Para o que este trabalho se propõe, os *covenants* foram divididos em duas categorias: 1) *covenants* contábeis ou financeiros, e 2) *covenants* não contábeis ou não financeiros (MATHER; PEIRSON, 2006).

Os *covenants* não contábeis, segundo os autores (2006), são aqueles que não se utilizam de dados financeiros ou contábeis para serem medidos e, como exemplo, pode-se citar a cláusula que impede a empresa de ser vendida, na totalidade ou em partes, sem a concordância do credor, a mudança de objeto social e a redução do capital social.

Quanto aos *covenants* contábeis ou financeiros, Frost e Bernard (1989) os classificam em dois grupos, afirmativos e negativos: 1) *covenants* afirmativos são reconhecidos por limitar

as ações dos administradores, impondo limites e restrições, baseados em números contábeis. Por exemplo, manter o nível de endividamento dentro do estabelecido pelo credor, um nível mínimo de cobertura de juros e margens acima de determinado percentual, entre outras, e 2) *covenants* negativos, reconhecidos por não permitirem ou limitarem certas ações dos administradores. Como exemplos, há a proibição de distribuição de dividendos ou venda de ativos, além de proibição da contratação de novas dívidas.

Mais recentemente, Christensen e Nikolaev (2012) definiram os *covenants* contábeis, como “*capital covenant*” e “*performance covenant*”. Segundo os autores, *capital covenant* controla os problemas de agência, não permitindo que os sócios esvaziem a companhia. Para monitoramento deste tipo de *covenant* depende-se apenas de informações acerca do uso de capital e de outras, referentes ao balanço patrimonial. Por exemplo, patrimônio líquido mínimo, níveis de alavancagem e índice de endividamento sobre patrimônio líquido, entre outros.

Já *performance covenant* permite o monitoramento e serve como gatilho para renegociações, quando a performance da empresa apresenta piora (CHRISTENSEN; NIKOLAEVE, 2012). As informações utilizadas para aferição deste tipo de *covenant* são provenientes de indicadores de eficiência do ano. São exemplos de *performance covenant*: nível do EBITDA, cobertura do serviço da dívida e índice de endividamento versus EBITDA, entre outros.

Para a coleta dos dados produzidos pelas entrevistas, realizadas para esta pesquisa, será utilizada a nomenclatura de *covenants* contábeis ou financeiros, sendo que a restrição de distribuição de dividendos será considerada como cláusula contábil ou financeira.

Os contratos de dívida possuem cláusula de *default*, que prevê o seu vencimento antecipado no caso de inadimplemento de obrigações previstas no contrato. Desta forma, o credor pode solicitar o pagamento da dívida, pelo devedor, no momento em que este não respeitar algum evento de inadimplemento elencado nesta cláusula.

A seguir, um modelo deste tipo de cláusula, adaptada pelo autor do modelo de escritura de debenture disponível na Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais)

CLÁUSULA VIII - VENCIMENTO ANTECIPADO. 8.1 São considerados eventos de inadimplemento, acarretando o vencimento antecipado da dívida e, sujeito à imediata exigibilidade do imediato pagamento, pela devedora, do valor total da dívida acrescida de juros e demais encargos devidos nos termos deste contrato, quando aplicáveis, quaisquer dos seguintes eventos (cada um deles, um “Evento de Inadimplemento”)

Um dos eventos de inadimplemento faz menção aos limites financeiros dos *covenants* contábeis, ao qual o devedor deve atender para não acionar o gatilho de vencimento antecipado da dívida.

(xxii) não atendimento, pela Devedora, de qualquer dos índices e limites financeiros relacionados a seguir (“Índices Financeiros”), a serem verificados trimestralmente pelo Credor, em até 5 (cinco) Dias Úteis contados na disponibilização dos documentos descritos na cláusula 9.1 abaixo, com base nas demonstrações financeiras consolidadas da devedora, calculadas trimestralmente, baseadas nos últimos 12 meses. Dívida Líquida/EBITDA inferior a 3,5 x; e EBITDA/Despesas Financeiras Líquidas superior a 2,0 x. 8.1.2 Para fins do disposto no subitem (xxii) acima, entende-se por: Dívida Líquida: (a) a soma do passivo referente a empréstimos, financiamentos, debêntures, encargos financeiros provisionados e não pagos, montantes a pagar decorrentes de operação de derivativos, notas promissórias (*commercial papers*), títulos emitidos no mercado internacional, registrados no passivo circulante e no não circulante, bem como avais, fianças e demais garantias prestadas em benefício de empresas não consolidadas nas demonstrações financeiras; (b) diminuído pelo saldo de caixa e equivalentes a caixa, e de aplicações financeiras registrados no ativo circulante, bem como títulos e valores mobiliários.

No exemplo acima, de cláusula de *covenant* contábil, é possível verificar que o credor impõe limites relativos a dois índices financeiros: Dívida Líquida/EBITDA inferior a 3,5 x e EBITDA/Despesa Financeira Líquida superior a 2,0 x. Assim, neste caso, se a empresa no período de medição verificar no primeiro índice que o resultado é 3,9 x, portanto maior que o limite imposto pelo credor, esta passa a estar em *default* técnico pela quebra dos *covenants* e aciona o gatilho para a antecipação do vencimento da dívida.

Importante destacar que o *default* técnico, ou violação técnica, é diferente da insolvência do devedor (*cash flow default*). Na insolvência, a empresa tomadora da dívida não apresenta mais condições financeiras de arcar com qualquer pagamento, inclusive da dívida (TAYLOR, 2013).

Dichev e Skinner (2002) mostram que, dificilmente, a violação dos *covenants* está relacionada à dificuldade financeira do devedor. Contudo, Beneish e Press (1993) indicam que o descumprimento destas cláusulas pode indicar um problema de solvência no futuro.

Os contratos de empréstimos podem possuir cláusulas que reforçam a utilização dos *covenants*, Matri (2017) explana, entre outras, a cláusula de *Cross-Default*, que cria uma ligação entre contratos de terceiros, ou seja, se ficar em *default* com um credor poderá ficar com todos, ainda que não tenham ligação entre esses.

(vi) não pagamento na data de vencimento, observado o prazo de cura aplicável, de qualquer obrigação financeira da devedora ou suas controladas, em valor individual ou agregado, superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), ou o equivalente em outras moedas, (vii) declaração de vencimento antecipado de qualquer dívida e/ou obrigação da devedora ou qualquer de suas Controladas, em valor unitário ou

agregado igual ou superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) ou o equivalente em outras moedas salvo se o não pagamento da obrigação financeira na data de seu respectivo vencimento (i) tiver a concordância do credor correspondente, ou (ii) estiver amparado por decisão judicial vigente obtida pela devedora ou por quaisquer de suas controladas.

Desta forma, os dois eventos de inadimplemento citados geram o vencimento cruzado e em cadeia das obrigações financeiras com este credor, ainda que a dívida inadimplida tenha sido emitida por outro credor.

Day e Taylor (1998) ressaltam que podem ser utilizados os dois tipos de *covenants* nos contratos. Os *covenants* contábeis podem apresentar diversos índices (pacote) e limites a serem perseguidos pelo devedor.

2.1.1 *Covenants* contábeis mais utilizados e sua restritividade

O conjunto de *covenants* contábeis (pacote) definido para o contrato de dívida, segundo Guay (2008), tem a necessidade de apresentar um grau de restrição adequada, não podem ser tão limitados a ponto de serem violados a qualquer momento, e não tão folgado que não preste para a função.

Assim, a má determinação dos *covenants ex-ante* pode gerar custos adicionais na renegociação, seja por conta do aumento do risco tomado pelo credor ou pela violação desnecessária e possível renegociação (MATHER; PEIRSON, 2006).

A restritividade dos *covenants*, de acordo com Mather e Peirson (2006), é determinada por quatro motivos: (a) quantidade e tipo de *covenant* impostos no contrato, (b) regras de apuração dos índices adotados, (c) limite imposto a cada *covenant*, (d) diferença entre o limite fixado aos *covenants ex-ante* e a atual situação da companhia (denominado “folga”).

Silva (2008) ressalta que a folga dos *covenants* estabelece qual é o grau de atuação dos administradores. Assim, quanto mais próximo o limite imposto pelo credor, menor será a flexibilidade encontrada pelos representantes do devedor.

Voltando ao exemplo citado anteriormente, referente à cláusula de *covenants*, o limite que a empresa pode chegar na razão entre Dívida Líquida e EBITDA não pode ultrapassar o resultado de 3,5 vezes. No momento anterior à assinatura do contrato (*ex-ante*), se os índices contábeis, para este mesmo *covenant*, estiverem muito próximos do número 3,5, a probabilidade de violação desta cláusula se torna mais provável.

Cotter (1998) salienta que a restritividade dos *covenants* está ligada ao porte da empresa tomadora e ao setor no qual esta atua. Empresas de grande porte, em que pese a competitividade do mercado emprestador para estes nomes, tendem a ter *covenants* menos restritivos. O autor demonstra, ainda, que o pacote de *covenants* varia de acordo com os seguintes fatores: natureza do título, tipo de operação, suas garantias e custos associados, porte do tomador e país em que é realizado o empréstimo.

Silva (2008) afirma que os *covenants* contábeis mais utilizados sofrem significativa diferença entre os resultados de diversos estudos. Essas diferenças, segundo o autor, são decorrentes do período da pesquisa e país onde se realizou o estudo.

O estudo publicado por Cotter, em 1998, com nove bancos australianos, teve como intuito conhecer as práticas de inclusão de *covenants* contábeis em contratos de dívida. A autora constatou que os *covenants* contábeis mais utilizados são aqueles definidos com base no nível de endividamento e no índice de cobertura de juros.

Dichev e Skinner (2002) pesquisaram mais de 36 mil contratos privados de dívidas e perceberam que o *covenant* mais frequente é o de Dívida/Fluxo de caixa, com 15,1% da amostra, e o segundo mais frequente é a cobertura de juros.

Mais recentemente, Mather e Peirson (2006) pesquisaram 41 títulos privados de dívida na Austrália e descobriram que os *covenants* mais encontrados, neste tipo de dívida, são os índices de cobertura de juros, nível de endividamento e patrimônio líquido exigido.

Silva (2008) fez um levantamento acerca dos principais tipos de *covenants* contábeis utilizados no Brasil, em uma amostra composta por 125 empresas de capital aberto, com títulos emitidos entre os anos de 2000 e 2006, entre debêntures e créditos bancários. O resultado demonstra que o *covenant* de cobertura de dívida (Dívida/EBITDA) e cobertura de juros (EBITDA/Despesas Financeiras) são os mais utilizados nas debêntures. Nos créditos privados aparecem, com maior frequência, os *covenants* de nível de endividamento e nível de liquidez corrente.

Em um recente trabalho acerca do papel dos *covenants*, em contratos com uma terceira parte, Matri (2017) explica que muitos dos *covenants* financeiros são determinados por EBITDA. Contudo, isto é uma básica definição, já que as partes podem acordar deduzir ou adicionar itens a este índice, por exemplo, incluir perdas ou lucros de uma subsidiária. Entretanto, quanto mais itens são adicionados, menor é a efetividade do *covenant* financeiro.

Matri (2017) menciona dois *covenants* contábeis muito utilizados e medidos pelo EBITDA. Um destes é a cobertura de juros, ou a capacidade do devedor de gerar caixa

suficiente para cobrir os custos da dívida, e o outro é a cobertura da dívida, que é a capacidade de geração de caixa suficiente para arcar com o pagamento da dívida.

A conclusão de Matri (2017) está em linha com o estudo de Begley e Freedman (2004), o qual aponta que *covenants*, baseados em limites de endividamento, exclusivamente calcados em números do passivo estão em desuso, contrastando com a tendência de aumento de cláusulas, baseadas em fluxo de caixa. Demerjian (2011) também demonstrou um declínio nos *covenants*, exclusivamente, oriundos do balanço patrimonial (por exemplo, ativos líquidos, liquidez corrente e endividamento sobre o patrimônio líquido).

2.1.2 *Covenants* contábeis em contratos privados de dívida

Os títulos de dívidas privados são originados em operações de empréstimos e financiamentos diretamente entre a companhia devedora e a instituição financeira, neste caso, credora. Um título privado de dívida pode ter mais de uma instituição financeira como credora, conhecido como contrato sindicalizado. Os casos de contratos, com apenas um credor, são comumente conhecidos como bilaterais.

Os estudos acerca de *covenant* de dívida estabelecidos em títulos privados são limitados pela confidencialidade dos contratos, o que dificulta a coleta dos dados e, não por acaso, são objetos de estudos neste campo, em menor escala, que os incidentes em contratos públicos de dívida (MATHER; PEIRSON, 2006).

Ramsay e Sidhu (1998) e Leftwich (1983) expõem que os títulos de dívida privados possuem um custo menor de renegociação em relação aos públicos. Esse menor custo se deve à facilidade de alinhamento entre os interesses do credor e devedor. Os títulos de dívida privados apresentam um alto grau de limitação das ações dos gestores da empresa e pouca folga nos limites fixados pelos *covenants*.

Silva (2008) demonstrou, em um quadro comparativo, as características dos *covenants* contábeis utilizados em títulos de dívidas privados e públicos, com informações obtidas em cinco estudos. Na análise do autor, a utilização de *covenants* contábeis mais restritivos é mais frequente em títulos privados de dívida, tendo em vista os processos inerentes às instituições financeiras quanto a informações oriundas das análises de risco de crédito, possíveis negociações ou renegociação de contratos.

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA E O PAPEL DOS *COVENANTS*

Na análise clássica, a teoria da firma foi desenvolvida calcada na premissa de que a “firma” é constituída, unicamente por seu proprietário, sendo ele o único provedor de capital e, também, o único administrador (NIYAMA; OLIVEIRA 2000). Claro que esta definição de firma é teórica e, neste formato, não funcionaria na maioria dos casos. Assim, o proprietário (principal), para desenvolver a empresa, precisa contar com outras pessoas (agentes) para executar, em seu nome, as atividades da empresa.

Quando a firma passa a incluir estes novos atores no seu dia a dia, passa também a enfrentar um problema comum na gestão das empresas: o conflito de agência, cujos pioneiros no estudo foram Jensen e Meckling (1976), os quais definem uma relação de agência:

Como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas [o(s) principal(is)] emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. O principal pode limitar as divergências referentes aos seus interesses por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento visando a limitar as atividades irregulares do agente (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 89).

Segundo Jensen e Meckling (1976), se ambos os lados maximizarem sua utilidade é provável que o agente nem sempre atue alinhado com os interesses do principal, uma vez que o agente tende a buscar maximizar seu benefício, mesmo que, para isto, tenha que agir contra os interesses de quem delegou poderes a ele.

Assim, esta incongruência entre os interesses, envolvendo o principal e os agentes, gera o “conflito de agência”. Neste caso, na relação entre acionistas ou gestores, o primeiro poderia limitar estas divergências (conflito de agência), monitorando as atividades dos gestores e propondo incentivos contratuais apropriados. Desta forma, os acionistas teriam custos para manter e monitorar os gestores alinhados com suas expectativas. Tais custos são chamados de custos de agência.

No mundo real, as empresas, ou maioria destas, não são formadas por um único principal ou sócio e tampouco por um agente, mas sim por diversos acionistas, variados agentes, em que se incluem outras partes interessadas como os credores, que também enfrentam os mesmos conflitos de agência.

Jensen e Meckling (1976) definem, assim, os principais conflitos de agência: (a) entre acionistas e os administradores: os interesses dos administradores devem estar alinhados aos interesses dos acionistas e, quando isto não ocorre, gera um conflito de interesses entre as partes.

Alguns mecanismos podem ser utilizados para motivar os gerentes a agirem alinhados aos interesses dos acionistas, entre estes estão a remuneração, a ameaça de demissão e a ameaça de tomada de controle; (b) entre os acionistas e os credores: os credores emprestam recursos para as empresas baseados nas expectativas produzidas pelo risco futuro da companhia, nos ativos, na estrutura capital das empresas e nas expectativas positivas de alterações nesta estrutura.

Os agentes, alinhados com o próprio interesse, podem tomar decisões que expropriam os direitos dos credores ou alteram a medida de risco previsto.

Credores emprestam recursos para as empresas. Após a concessão do empréstimo, a principal preocupação dos credores é garantir que o seu capital retornou, com juros. Se os credores esperassem que os agentes da empresa atuariam no melhor interesse em todas as partes do mundo, não haveria a necessidade de escrever contratos de dívida complexos; ou seja, os credores teriam que fazer um pequeno acompanhamento, pois os gestores da empresa fariam sua melhor tentativa para garantir que o credor receba o principal acrescido dos juros. No entanto, é sabido que os gestores nem sempre agem no melhor interesse dos credores. Em particular, os conflitos de agência possíveis entre gestores/acionistas e credores surgem de ações das empresas que fazem que os devedores tenham alguma preocupação. Estas preocupações são amplamente categorizadas como ações pelas empresas que aumentam o risco ou a probabilidade que os credores não verão seu investimento de volta (GUAY, 2008, p. 4).

O conflito de agência entre acionistas e credores gera os chamados custos de agência, da mesma forma que os já citados na relação acionista e gestor, contudo tendo outros atores. Smith e Warner (1979), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) ressaltam, pelo menos, quatro formas pelas quais os acionistas e os gestores podem transferir riquezas provenientes dos credores para os próprios acionistas, ou para a empresa pelos seus gestores, expropriando os direitos dos credores: (1) falta de investimentos – pode ocorrer, se os administradores forem desencorajados a fazer novos investimentos em projetos com valor presente líquido positivo e notarem que o valor gerado, pelo projeto, será em benefício dos credores, para pagar empréstimos anteriores. Nestes casos, é provável que os acionistas prefiram não fazer o investimento; (2) substituição de ativos – os credores emprestam recursos, esperando que estes sejam utilizados em projetos com riscos específicos. Se os acionistas substituem os projetos por outros, com maior risco, daqueles apresentados, pode-se transferir a riqueza proveniente dos credores para os acionistas ou empresas; (3) política excessiva de dividendos – pode ocorrer se os fluxos de caixa da empresa forem direcionados para o pagamento de dividendos, ao invés de serem investidos ou destinados ao repagamento de dívidas, ou ainda, na venda de ativos e estes recursos direcionados para o pagamento de dividendos, reduzindo, assim, o valor dos ativos disponíveis aos credores, em um possível rompimento. Pode também ocorrer se os administradores reduzirem ou cortarem certas despesas, as quais influenciaram em receitas

futuras para manter a distribuição de dividendos. Redução em despesas com manutenção ou ativos fixos, cortes em pesquisa e desenvolvimento ou redução em despesas de marketing são incluídos nesta categoria; (4) aumento do grau de endividamento – pode ocorrer se novas contratações de dívidas aumentarem, afetando a situação econômica da empresa e fazendo crescer os riscos de insolvência, alterando os níveis de risco para os credores, tantos os novos quanto os antigos.

Segundo Day e Taylor (1996), se os potenciais emprestadores visualizarem que algumas destas situações podem ocorrer, eles podem ficar relutantes em emprestar sem proteção. Assim, segundo os autores, os credores podem recorrer a três caminhos: (1) aumento do prêmio pelo risco inserido na taxa de juros do contrato; (2) redução de risco mediante garantias (colateral); ou (3) *covenants* restritivos.

Os *covenants* passam a ser alternativa a outras formas de proteção, citadas anteriormente, em que pese o custo ou disponibilidade destas ferramentas. O aumento do prêmio de risco na taxa de juros do empréstimo não pode ser considerado um redutor do risco de agência, além disso, pode tornar a dívida muito cara para as empresas. Já, as garantias podem não estar disponíveis ou podem não ser apropriadas para certas dívidas, além de serem invariavelmente dispendiosas.

Segundo Beiruth (2015), os *covenants* possuem relação com o conflito de agência na medida em que os credores buscam neles um mecanismo para evitar o não recebimento dos empréstimos concedidos. Tanto Jensen e Meckling (1976) quanto Smith e Warner (1979) sugerem que os *covenants* controlam os problemas de agência, restringindo o comportamento dos gestores e acionistas *ex-post* (após a concessão do crédito) e evitando que a riqueza do credor seja expropriada, reduzindo sua preocupação quanto ao não recebimento do principal acrescido dos juros.

Beiruth (2015) afirma, ainda, que os *covenants* trazem, também, benefício ao credor:

Ao se reduzir a preocupação de decisões vantajosas para os acionistas em detrimento aos credores, os *covenants* não só reduzem a preocupação dos credores como também acabam por reduzir o custo dos empréstimos por parte dos acionistas, dado que os *covenants* (quando bem elaborados) acabam por reduzir os riscos envolvidos na operação financeira (BEIRUTH, 2015, p. 32).

Christensen e Nikolaev (2012) argumentam que os interesses entre acionistas (representados por seus administradores) e credores são alcançados, de maneira mais eficiente, pelos *capital-covenant*, que exigem que os acionistas mantenham recursos suficientes dentro da empresa, ou seja, possuam participação considerável no risco proposto aos credores. Assim,

a manutenção dos ativos na empresa garante que a riqueza dos acionistas seja sensível a ações oportunistas, que diminuam o valor da empresa, resultando no fato de que o próprio acionista passa a monitorar a gestão da companhia.

Visto isso, a literatura clássica dá aos *covenants* o papel de reduzir o conflito de agência entre os credores e devedores para que estes não expropriem os direitos do primeiro.

2.3 A TEORIA DOS CONTRATOS INCOMPLETOS E O PAPEL DOS *COVENANTS*

A teoria clássica dos contratos prevê um contrato completo, em que todas as situações e características da transação, para cada estado de natureza futura, foram previstas *ex-ante* da assinatura do contrato. Nesta condição, não haveria a necessidade de verificação ou condição adicional nos direitos e deveres das partes, já que, no documento inicial, estariam previstas todas as possibilidades.

Ocorre que a formulação de um contrato deste tipo, se possível, e, segundo Hart e Moore (1988), tornar-se-ia muito dispendiosa, o que provavelmente inviabilizaria a operação, além de ser impossível prever tudo o que pode ocorrer na vigência deste contrato.

A teoria dos contratos incompletos aborda as consequências das anomalias, que não foram tratadas durante a formação de um contrato. As razões podem ser diversas e Williamson (1979) afirma que a racionalidade limitada é uma das características dos contratos incompletos e indica a impossibilidade de as partes preverem tudo o que pode ocorrer no futuro, durante a sua vigência.

Saavedra (2014) argumenta que a teoria dos contratos incompletos tem sido peça central para estudos há décadas, em diversas áreas, como econômica, financeira e contábil. Vários estudos versam sobre teorias neste campo (HART; MOORE, 1998; KLEIN et al., 1978). Em suma, estas teorias criam a ideia de que os credores e os devedores são incapazes de escrever contratos, que antecipem, perfeitamente, todos os acontecimentos futuros.

Saavedra (2014) explica que quando as partes desenham os contratos de dívida, o interesse está em assegurar um documento eficiente que lhes assegure um equilíbrio e, para isso, ele não prevê renegociação. Contudo, fora do equilíbrio desejado e, quando os eventos futuros não são como os previstos *ex-ante*, os contratos precisam deixar aberta a possibilidade de as partes renegociarem, a fim de se realizarem melhorias nos contratos. Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2008) apontam que, nos casos de o devedor apresentar uma

melhora em sua condição financeira, especificamente no fluxo de caixa, o empresário está apto para negociar uma redução no custo ou na restritividade em relação ao contrato inicial.

Nesta linha, Demerjian (2016) cita que um contrato de financiamento, com suas cláusulas estipuladas *ex-ante*, pode apresentar fatos diferentes daqueles aferidos na contratação do empréstimo por ausência de informações sobre a qualidade de crédito e risco estimado para o período futuro. O autor, portanto, diz que os *covenants* devem trazer duas características: (1) atuar como um gatilho em caso de renegociação e (2) prestar, os *covenants* estipulados, para a informação do valor futuro da empresa, à medida que o contrato avance.

Roberts e Sufi (2009) sugerem que a renegociação é um evento normal e não uma exceção nos contratos privados de dívida. Os autores dizem, ainda, que como a expectativa de renegociação *ex-post* é de 90% para os contratos de longo prazo, a renegociação tem um grande papel no estabelecimento das cláusulas do contrato antes de sua assinatura, período *ex-ante* (DENIS; WANG, 2014; ROBERTS, 2014).

Neste contexto e conforme o contrato avance, os *covenants* são utilizados, também, para o monitoramento da situação do devedor com o passar do tempo, servindo como uma ferramenta para emitir alertas acerca da saúde financeira do devedor. Beiruth (2015) define, da seguinte forma, o papel dos *covenants* neste ambiente de incertezas e quanto ao monitoramento pelo devedor dos contratos de empréstimos:

Com o intuito de reduzir esta incerteza a respeito do recebimento dos recursos, assim como o do retorno dos investimentos realizadas, os *covenant* são projetados para alertar aos fornecedores da dívida a respeito da atual situação e desempenho da empresa tomadora de recursos, o que auxilia no monitoramento e controle do pagamento e capacidade de pagamento de dívida (BEIRUTH, 2015, p. 32).

Demerjian (2016) estudou a relação entre os *covenant* financeiros e as incertezas quanto ao recebimento da dívida pelo credor e destacou que a incerteza quanto ao recebimento é o principal motivo da inclusão de *covenants* financeiros, nos contratos de dívida, tendo em vista que a limitação imposta pelos índices contábeis à empresa pode ser medida em espaços de tempo, que permitem a verificação da situação do recebimento ou perceber a possibilidade do não pagamento da dívida.

Guay (2008) expõe que, para efetivamente monitorar seus investimentos, os credores exigem ao menos: (1) informações que permitam aos credores determinar quando os devedores podem tomar decisões que não são de interesse do credor; (2) capacidade de ter o direito de decisão sobre a empresa, quando tais circunstâncias surgirem ao longo do contrato. Para atender à primeira função, os relatórios financeiros podem ser úteis, contudo, deve haver a

obrigatoriedade de apresentação das demonstrações financeiras, além da capacidade apresentada; na segunda função do direito, de tomar decisões no contrato, unilateralmente, só é possível mediante as cláusulas de *covenants*. O autor complementa que o monitoramento constante pode trazer avisos anteriores à quebra dos *covenants*, ampliando a preocupação do credor com as incertezas quanto ao retorno do investimento no futuro.

Christensen e Nikolaeva (2012) argumentam que o mecanismo, que permite a mitigação deste risco incerto é a alocação, *ex-ante*, do poder de decisão ou direito de controle na relação contratual.

Christensen e Nikolaeva (2012) dão, aos *covenants*, o papel de mecanismo de renegociação da dívida, quando o devedor apresentar desempenho econômico aquém do esperado. Outros autores já tinham dado aos *covenants* este papel, como Berlin e Mester (1992), Rajan e Winton (1995), Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2008). Para fazer desempenhar o papel de monitoramento ou renegociação, Demerjian (2016) cita que só os *covenants* contábeis possuem melhor característica para tal, em que pese estar vinculado a informações econômicas que representam o aumento, ou não, do risco do credor.

2.4 CONSEQUÊNCIA DA VIOLAÇÃO DOS COVENANTS

Os *covenants* contábeis podem mitigar as incertezas *ex-post*, trazendo elementos que permitam ao credor renegociar as cláusulas do contrato de dívida, em caso de violação dos *covenants*. Contudo, a quebra dos *covenants* gera custos ao devedor e Beneish e Press (1993) elencam três tipos de custos de violação dos *covenants*: (1) custos de renegociação, (2) custos de refinanciamento, e (3) custos de reestruturação. O primeiro custo é relacionado ao tempo despendido pelos agentes do devedor para a renegociação e redefinição do novo contrato de financiamento. Já, o segundo, os custos de refinanciamento são representados por aumento das taxas de financiamentos ou outras taxas cobradas pelo credor. Por fim, o terceiro, os custos de reestruturação estão associados àqueles após a violação, por exemplo, adequar o nível de endividamento da empresa, ou vender ativos com o intuito de melhorar a liquidez, entre outros.

Beneish e Press (1993) argumentam ainda que a violação dos *covenants* contábeis oneram o devedor, tendo em vista a possibilidade de alteração do contrato de empréstimo, incrementando a taxa de juros, incluindo *covenants* adicionais ou esporadicamente exigir o pagamento antecipado da dívida.

Silva (2008) acrescenta, ainda, que o credor pode solicitar reforço nas garantias associadas ao contrato. Perin e Glitz (2015) citam que é prática comum, no mercado brasileiro, em caso de quebra dos *covenants*, a cobrança de uma taxa (*fee*) com desenho de punição pelo descumprimento do contrato, ou uma taxa de renúncia (*waiver fee*) que possibilitaria ao devedor ter uma extensão de prazo para o cumprimento do *covenant* ou conceder dispensa, renúncia ou o seu perdão.

Gopalakrishman e Parkash (1995) apresentam o que pode ocorrer com os contratos de dívida após a violação, por ordem de ocorrência: (1) perdão da violação, (2) imposição de limites adicionais, (3) aumento das taxas de juros, (4) aumento das garantias, e (5) adiantamento do vencimento do contrato.

Diante do exposto, os *covenants* geram um comprometimento dos devedores para que se evitem os custos e as consequências citadas anteriormente, inclusive o vencimento de vários contratos de dívida, mesmo com outros credores, se houver cláusulas que reforcem os *covenants*, por exemplo, a de *cross-default*, já mencionado na seção 2.1.

Neste cenário exposto, quando o credor apresenta piora econômica e há violação dos *covenants* estipulados, pode-se elevar o risco da operação e, conseqüentemente, o credor receberá uma remuneração menor daquele que ele previa *ex-ante* e baseada nas informações contidas no momento *ex-ante*. Por consequência, a renegociação do contrato em vigor tende a recompor a remuneração do credor.

Vale ressaltar que, a critério do credor e, em que se observa o controle do contrato que este possui, pode haver o *waiver* ou perdão da violação dos *covenants*. Silva (2008) diz que, em geral, os credores podem conceder dois tipos de *waiver*: temporário ou permanente. O temporário ocorre quando o credor concede um prazo para que o devedor reestabeleça os níveis de *covenants* contábeis previstos no contrato. Já, o permanente é concedido pelo credor por um longo prazo de tempo ou permanentemente.

Assim, são atribuídos aos *covenant* contábeis, segundo a teoria, outros papéis do que aquele de mitigar o conflito de agência entre credor e devedor. São estes: (1) monitoramento da condição econômica do devedor; (2) controle na relação contratual, visando a mitigar fatos não conhecidos *ex-ante*; (3) gatilho para renegociação da dívida.

2.5 OS COVENANTS E O PAÍS DE UTILIZAÇÃO

A maioria dos estudos acerca de *covenants* foi desenvolvida em países, como: Estados Unidos, Reino Unido, Austrália e Alemanha. Leuz et al. (1998) revisaram artigos sobre *covenants* de dívida nesses países e ponderam que os *covenants* são mais utilizados em nações com menos restrição ao pagamento de dividendos. Este achado reforça a utilização dos *covenants* como uma ferramenta com a função de reduzir o conflito de agência entre credor e devedor.

Qi e Wald (2008) examinaram títulos de dívida, emitidos nos EUA, de empresas estabelecidas em mais de 50 países e concluíram que, em países que asseguram mais fortemente os direitos do credor, a utilização destes tipos de cláusula é menor. Miller e Reisel (2009) mostram que os investidores americanos, além de solicitarem um retorno maior, requerem um maior número de *covenants* restritivos nos títulos de dívida, nos quais os devedores estão localizados em países com pouca proteção do credor.

Day e Taylor (1996) publicaram um artigo, derivado de uma pesquisa anterior, sobre evidências de práticas de representantes de bancos ingleses, em contratos de dívida de médio prazo, denominado: “Perspectivas dos *Bankers* sobre o papel dos *covenants* em contratos de dívida”, conduzido por meio de entrevistas estruturadas, com 18 representantes de bancos.

Os autores constataram que os principais motivos de incorporar *covenants* aos contratos de dívida no Reino Unido são obtenção de: (a) sinais de alerta sobre a situação financeira da empresa, e (b) uma ferramenta de renegociação dos contratos de dívida. Dos 18 entrevistados, 17 deram este papel aos *covenants* e, em contrapartida, apenas quatro atribuíram aos *covenants* o papel de restrição às ações dos representantes da empresa.

Kochiyama e Nakamura (2014) analisaram, em uma amostra de 463 empresas japonesas, cerca de 1.500 contratos de dívida e concluíram que, no Japão, os *covenants* são pouco utilizados em dívidas bilaterais, e mais usados em contratos sindicalizados, utilizando poucos tipos de *covenants* e com poucas consequências para as empresas que os violarem, diferentemente dos casos analisados em outros países.

O fator determinante do país em que o devedor está, como exemplificado anteriormente, influencia o papel dos *covenants* contábeis. O Brasil possui uma baixa proteção ao credor e, segundo o relatório *Doing Business* (2018), emitido pelo Banco Mundial, ocupa posição bem atrás de países, nos quais foram realizadas pesquisas anteriores, como: Austrália, Estados Unidos, Japão e Reino Unido.

Neste relatório, é medido, entre outros pontos, quanto e em quanto tempo é recuperado o crédito concedido para empresas que se tornaram insolventes, resolução de insolvência (*resolving insolvency*) em uma amostra de 190 países.

O quadro 1 apresenta a comparação acerca da resolução de insolvência entre o Brasil e outros países, nos quais se concentram a maioria dos estudos a respeito dos *covenants* de dívida.

Na sequência, tem-se a definição do relatório *Doing Business*, sobre este índice.

O índice de resolução de insolvência identifica as deficiências na lei de falências existentes e os principais gargalos processuais e administrativos no processo de insolvência. A mais recente rodada de coleta de dados para o projeto foi concluída em junho de 2017 (DOING BUSINESS, 2018, p. 12).

Com base no quadro 1, a seguir, é possível observar que o Brasil apresenta uma baixa proteção ao credor, com baixa taxa de recuperação, em um longo tempo de batalha. Como exemplo, ao comparar o Brasil com o Reino Unido, o primeiro consegue recuperar USD 0,85 para cada dólar emprestado, em um ano, daqueles créditos concedidos que se tornaram insolventes, enquanto o Brasil recupera USD 0,12 em quatro anos.

Quadro 1 – Comparação da resolução de insolvência

País	Resolução de Insolvência
Brasil	Ranking. 80 Tempo: 4 anos Tx. de Recuperação (centavos de Dólar) - 12,7
Austrália	Ranking. 18 Tempo: 1 ano Tx. de Recuperação (centavos de Dólar) - 82,5
Reino Unido	Ranking. 14 Tempo: 1 ano Tx. de Recuperação (centavos de Dólar) - 85,2
Estados Unidos	Ranking: 3 Tempo: 1 ano Tx. de Recuperação (centavos de Dólar) - 82,1
Japão	Ranking. 1 Tempo: 6 meses Tx. de Recuperação (centavos de Dólar) - 93,0

Fonte: *Doing Business* (2018).

No quadro 2, a seguir, estão listados alguns estudos e o respectivo país de análise da amostra.

Quadro 2 – Estudos e o respectivo país de análise da amostra

Estudo	Tipo de Dívida	País	Principais achados
Smith e Warner (1979)	Público	EUA	Furta-se de problemas de agência, evitando ações indesejadas pelo agente.
Qi et al. (2011)	Pública	50 Países	Concluíram que, em países que asseguram mais fortemente os direitos do credor, a utilização, destes tipos de cláusula, é menor.
Day e Taylor (1996)	Privada	Reino Unido	O principal papel dos <i>covenants</i> como uma ferramenta para monitorar o devedor e gatilho de renegociação.
Dichev e Skinner (2002)	Privada	USA	A violação dos <i>covenants</i> é um evento comum, atribui aos <i>covenants</i> o papel de monitoramento e o gatilho de renegociação.
Demerjian (2016)	Privada	USA	Os <i>covenants</i> são mais utilizados em períodos de mais incertezas e servem de gatilho para renegociação.
Mather e Peirson (2006)	Ambas	Austrália	Pacote de <i>covenants</i> menos restritivo para as dívidas públicas e mais restritivo para dívidas privadas que se utiliza de um número maior de <i>covenants</i> .
Kochiyama e Nakamura (2014)	Ambas	Japão	Quando os <i>covenants</i> são violados, há pouca punição para o devedor, normalmente, é perdoado. Pouca utilização nos contratos bilaterais.
Leuz et al. (1998)	Ambas	Alemanha, EUA e Reino Unido	Os <i>covenants</i> são mais utilizados em países sem restrição legal de distribuição de dividendos.

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPO DE PESQUISA

Acerca da tipologia da pesquisa quanto aos objetivos, este trabalho pode ser classificado como pesquisa exploratória. Segundo Beuren (2013), a caracterização desse tipo de estudo ocorre quando há pouco conhecimento sobre o tema da pesquisa. Ainda, segundo a autora, para uma pesquisa no campo da Contabilidade se classificar como exploratória se faz necessária a concentração em algo que necessita ser clarificado nesse campo de conhecimento.

O estudo, em relação às tipologias de pesquisa e quanto aos procedimentos de coleta de dados, pode ser classificado, segundo Martins e Theóphilo (2009), como uma pesquisa mediante entrevistas. Os autores citam que, neste tipo de pesquisa, o objetivo é entender e compreender o significado que os entrevistados atribuem a questões e a situações colocados pelo entrevistador. A entrevista, ainda de acordo com os autores, pode trazer reforço para evidências coletadas por outras fontes, tornando possível a comparação, aumentando a confiabilidade do estudo, ou ainda, trazer uma diferente perspectiva sobre determinado evento.

Por fim, sobre as tipologias de pesquisa quanto à abordagem do problema, trata-se de pesquisa qualitativa, sem o emprego de instrumentos estatísticos. Beuren (2013) menciona que exames deste tipo proporcionam análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado, haja vista que destaca características não observadas em um estudo quantitativo.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

O estudo foi realizado com executivos de bancos com atividades no Brasil, que atendem empresas de grande porte (com faturamento acima de R\$ 500 milhões), na linha de frente no relacionamento com o cliente, como: agente comercial de financiamentos e empréstimos. Todos os entrevistados possuem experiência superior a cinco anos e, neste estudo, foram denominados como *Bankers*.

Pela rede de relacionamento do autor, os entrevistados foram convidados para participar do estudo na condição de anonimato, com a garantia da não divulgação de dados que podem caracterizar o entrevistado e tampouco a instituição em que trabalha ou menciona

durante a entrevista. Os entrevistados trabalham, atualmente, em sete instituições financeiras diferentes, que atuam como banco múltiplo no Brasil.

Foram conduzidas dez entrevistas, considerando que o tamanho da amostra foi determinado baseado na saturação teórica (GLASER; STRAUSS, 1967) quando, por exemplo, poucos fatos novos são encontrados em novas entrevistas. Um fato que limita a amostra do estudo é a concentração de bancos, que atuam no país no financiamento privado de longo prazo para grandes empresas, resultando em poucos profissionais aptos para responder acerca do assunto em estudo.

3.3 COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi feita por meio de entrevistas. A realização das entrevistas foi realizada de forma semiestruturada que, segundo Martins e Theóphilo (2009), permite uma flexibilidade na condução da entrevista que não necessariamente segue o roteiro de perguntas estipulado, podendo haver mais ou menos questões que as indicadas no guia.

Este tipo de abordagem, semiestruturada, trouxe impacto positivo para a pesquisa em que pese o fato de ser possível explorar as diversas experiências sobre o tema, vindas do entrevistado, além de possibilitar captar fatos e exemplos de cada pessoa consultada.

Assim, o roteiro de perguntas apresentado na qualificação do projeto contou com a contribuição da banca na reformulação das questões, com o intuito de torná-las mais claras e que não induzissem o entrevistado a respostas esperadas. O roteiro de questões, disponível no apêndice A, pode ser dividido em duas fases: (a) perguntas para caracterizar como são estabelecidos os *covenants* de dívida, quais os mais utilizados, e sua negociação *ex-ante*; (b) perguntas para atender aos objetivos do estudo, quanto ao papel dos *covenants* de dívida.

Inicialmente, os participantes foram contatados pessoalmente ou por telefone, ocasião em que o autor expôs o objetivo da pesquisa e a forma de coleta dos dados. Todos os abordados concordaram em participar do estudo.

Após o contato inicial, foi enviado um e-mail, formalizando o convite do respondente na pesquisa, explicitando o seu anonimato como sujeito de pesquisa e informações acerca do curso de pós-graduação (informações dispostas no Apêndice D).

As entrevistas foram conduzidas por telefone ou pessoalmente, gravadas com o consentimento do entrevistado, e tiveram duração entre 21 e 34 minutos, sendo gravadas para, posteriormente, ter-se uma análise mais acurada. A grande experiência dos entrevistados no

setor bancário, como agentes de relacionamento com empresas de grande porte, foi fator preponderante para uma contribuição sólida para esta pesquisa.

O quadro 3, em prosseguimento, demonstra as datas de realização das entrevistas, qual o meio de coleta de dados e a duração de cada uma.

Quadro 3 – Perfil dos entrevistados

Entrevista	Banco em que trabalha atualmente	Data da entrevista	Tempo de entrevista	Tipo de entrevista
1	A	21.03.2018	26 minutos	Telefone
2	B	23.03.2018	32 minutos	Presencial
3	C	04.04.2018	34 minutos	Telefone
4	D	04.04.2018	31 minutos	Presencial
5	E	07.05.2018	21 minutos	Telefone
6	F	11.05.2018	22 minutos	Telefone
7	B	23.05.2018	32 minutos	Telefone
8	G	23.05.2018	27 minutos	Telefone
9	H	08.06.2018	26 minutos	Telefone
10	I	14.06.2018	21 minutos	Telefone

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados, gerados pelas entrevistas, foi realizada pelas técnicas de análise de conteúdo apresentadas por Miles et al. (2013) e Krippendorff (2012). Para tanto, seguindo sugestão de *softwares* apresentados por estes autores, foi utilizado o programa NVIVO.

Miles et al. (2013) separam a análise qualitativa, em quatro fluxos ou etapas: (1) levantamento dos dados, (2) compilação, (3) mapa dos dados, e (4) conclusão e análise. O levantamento de dados foi feito mediante entrevistas gravadas, transcritas para aumentar a qualidade de análise, e importadas para o programa NVIVO. Já, a compilação dos dados foi realizada por meio da codificação do programa de análise, seguindo dois ciclos, detalhados a seguir. O mapa de dados e a conclusão foram incluídos na análise qualitativa.

Miles et al. (2013) sugerem dois ciclos para análise de conteúdo. O primeiro confronta cada parágrafo, frase ou agrupamento de dados com a tabela de codificação (Apêndice C). Neste momento, o pesquisador pode fazer alterações em sua tabela de codificação. No segundo ciclo,

o pesquisador analisa a codificação para encontrar similaridades entre os grupos de codificação e, se encontrar, isto é consolidado em uma só categoria.

A definição dos códigos e a sua categorização foram calcadas na revisão de literatura demonstrada no estudo e na questão de pesquisa proposta. O apêndice B demonstra as dimensões e subdimensões que suportam o estudo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados das respostas dos entrevistados, em busca do principal papel dos *covenants* contábeis, mostra que esta resposta é mais complexa e pode apresentar variações de utilização destas cláusulas, não servindo apenas para um propósito isolado, como sugere a teoria. Contudo, os resultados demonstram que a categoria que representa como papel principal dos *covenants* contábeis no Brasil é o gatilho de renegociação da dívida.

A variação dos resultados de cada categoria mostra que, ao analisar o papel dos *covenants* contábeis, este não é somente um gatilho para renegociação, em caso de violação das cláusulas restritivas, mas também o monitoramento do devedor e as restrições das ações do *management* da empresa. A complexidade ocorre, pois foi possível observar que os papéis desempenhados pelos *covenants* contábeis se completam, dependendo da fase do contrato, da situação futura do devedor ou do relacionamento do credor com o devedor.

A figura 1, a seguir, demonstra os diversos papéis e sua contribuição para o credor em cada fase do contrato, conforme os achados da pesquisa.

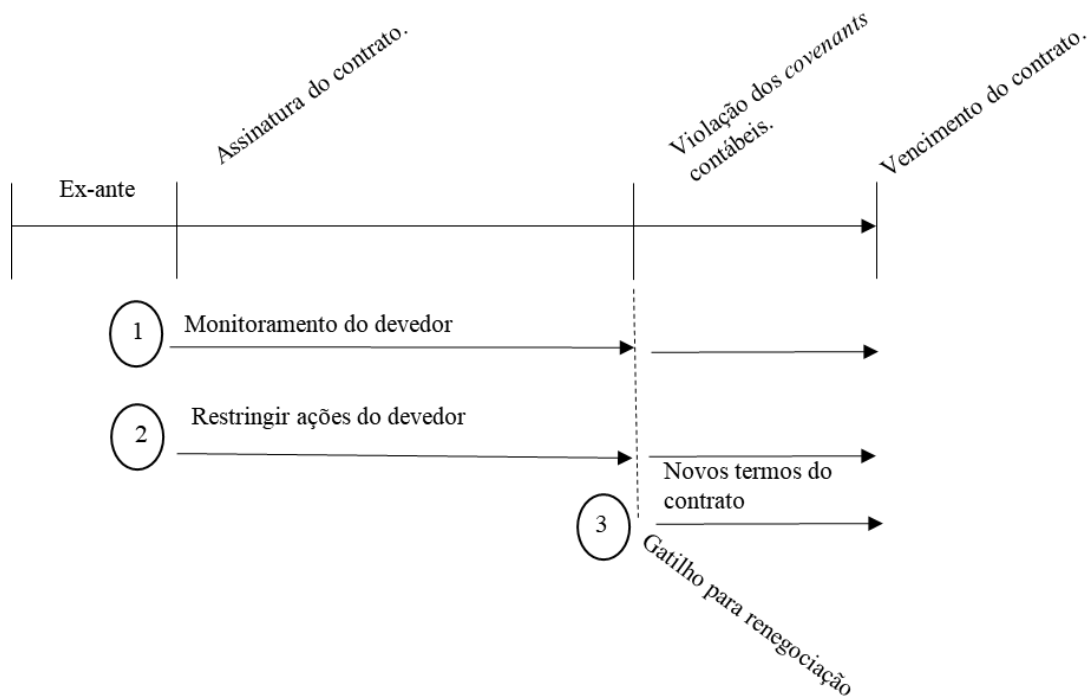


Figura 1 – Gráfico de resultados

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

A Figura 1 demonstra que, após a negociação, no período *ex-post*, os *covenants* contábeis desempenham papéis, conforme o contrato avança. No ponto 1, que é a segunda categoria mais mencionada, os *covenants* desempenham o papel de monitorar o devedor e servem para emitir alertas se a empresa pode apresentar problemas futuros, sendo esta categoria como a segunda mais mencionada. No ponto 2, que é a terceira categoria mais mencionada, estes servem para restringir as ações do devedor. Já, no ponto 3, sendo a principal categoria mencionada, os *covenants* servem para renegociar o contrato, quando a situação do devedor piorar.

Em prosseguimento, é demonstrada a análise de cada categoria e sua aderência à teoria.

4.1.1 Gatilho de renegociação da dívida

A categoria “gatilho de renegociação da dívida” foi a mais mencionada pelos entrevistados, levando a afirmar que, na amostra pesquisada, este é o principal papel dos *covenants* contábeis no Brasil, sob a perspectiva do *Banker*.

A teoria dos contratos incompletos aborda as consequências das anomalias, que não foram tratadas durante a formação do contrato, já que não é possível prever todas as alternativas que este pode apresentar no futuro. As incertezas quanto ao futuro e a dificuldade de prever o que pode vir a acontecer, em consonância com a teoria dos contratos incompletos, foram mencionadas pelos entrevistados (1, 2, 4, 6, 7 e 10), como segue:

O papel dele é reduzir as incertezas ou, pelo menos, estabelecer, porque a companhia tem um compromisso com uma eficiência mínima que está estabelecida ali pelos *covenants* para que a gente não tenha surpresas (entrev. 1).

[...] todas essas operações de longo prazo são discutidas e os *covenants* são parte essencial disso. Quando você fala de uma operação de cinco, sete anos não tem a menor possibilidade de você prever (entrev. 2).

Você acaba colocando uma condição no contrato para que se alguma coisa sair diferente do que ele projetou você tenha a oportunidade de renegociar, assim, em tese você mapeou qual seria teu pior cenário [...] o futuro é incerto dentro do nosso cenário Brasil [...] Quando você joga para um prazo, ele te traz uma incerteza (entrev.4).

[...] pela incerteza principalmente aqui, pelas potenciais volatilidades, claramente incertezas que o mercado pode demonstrar e a gente sabe que a economia brasileira não tem essa estabilidade que nós gostaríamos. Então o *covenant* daqui vem muito num processo de tentar endereçar um pouco dessa incerteza (entrev.6).

[...] o *covenant* tem um dispositivo de segurança para caso o mercado piore ou o mercado específico daquela empresa piore num médio prazo, ou dentro do prazo da operação, e aí o banco pode, em algum momento, se ele achar que os indicadores da empresa não estão mais saudáveis, utilizar o *covenant* como uma ferramenta de negociação ou efetivamente um vencimento antecipado da dívida (entrev.7).

Essa incerteza que tem a economia, mas também mais ligada ao negócio da empresa. Então como a empresa precisa ser administrada, como a empresa vai ser gerida, para o banco não tenha alguma surpresa no meio do caminho (entrev.8).

[...] uma forma pra você trazer mais previsibilidade para o seu empréstimo (entrev.10).

As respostas dos entrevistados são suportadas pela teoria, por exemplo, Demerjian (2016) que cita que fatos diferentes daqueles estipulados *ex-ante* podem ocorrer e que os *covenants* podem servir como uma ferramenta de renegociação. Contudo, vale ressaltar que a incerteza mencionada é justificada, também, pela posição e incertezas do Brasil quanto à proteção do credor, como demonstrado nos dados do relatório *Doing Business*.

Christensen e Nikolaeva (2012) argumentam que o mecanismo que permite a mitigação deste risco incerto é a alocação, *ex-ante*, de *covenant* trazendo poder de decisão ou direito de controle na relação contratual. Demerjian (2016) menciona que um contrato de financiamento, com suas cláusulas estipuladas *ex-ante*, pode apresentar fatos diferentes daqueles aferidos na contratação do empréstimo, por ausência de informações sobre a qualidade de crédito e risco estimado para o período futuro. Neste caso, Christensen e Nikolaeva (2012) dão aos *covenant* o papel de mecanismo de renegociação da dívida, quando o devedor apresentar desempenho econômico aquém do esperado.

Demerjian (2011) expõe que, após ter o controle do contrato, o *covenant* contábil possibilita ao credor renegociar os termos iniciais ou exigir a liquidação antecipada, sendo que esta segunda possibilidade será abordada mais à frente, em outra categoria de análise.

Os entrevistados corroboram com o mencionado pelos autores citados, afirmando que a mitigação do risco incerto é o direito do controle da relação contratual e, conseqüentemente, um gatilho de renegociação da dívida, como será visto na sequência.

Os entrevistados 1,4,7,9 e 10 explanam que os *covenants* permitem a renegociação ao darem o controle do contrato, muitas vezes, com a ação partindo do devedor e antes de quebrar os *covenants*.

Aí elas quebram e, teoricamente, a gente tem o direito a fazer um investimento antecipado do contrato, porém é sempre uma negociação, né? Aí ela vai explicar os motivos pelos quais ela quebrou o *covenant* e tudo mais. A gente pode, eventualmente, flexibilizar isso [...] geralmente você entra em uma negociação, você impõe um *fee* ou renegocia os *covenant* (entrev.1).

É uma conversa que acaba virando mais proativa do cliente com você, do que você ir bater na porta. Porque sem dúvida nenhuma, quando a situação piora, a empresa acaba virando muito menos acessível para você fazer uma discussão de *reset* disso, do que se você tiver já ali pré-definido no contrato que se aquela situação alterar, a empresa tem que falar com você, porque está em desacordo. Está em *default* (entrev. 4).

Eu acho que até antes do *covenant* oficialmente ter ultrapassado aquele limite, ser estourado, o cliente normalmente procura o banco algum tempo antes para negociar porque se chegar num momento em que ele estourar o *covenant*, tem um dispositivo do contrato onde o banco pode cobrar uma penalidade financeira pelo cliente ter deixado ultrapassar esse *covenant* e, normalmente, as empresas fazem o contrário quando percebem que o indicador financeiro está em deterioração: elas procuram os bancos para renegociar isso antes de estourar o *covenant* (entrev. 7).

O cliente já pauta que “esse índice aqui eu devo não atingir, devo descumprir os *covenants*”. Então a gente precisa conversar, precisamos ver uma solução (entrev.9).

Difícilmente a empresa deixa quebrar, porque, se você quebra mesmo que você depois dê um *waiver* depois na quebra, essa empresa cria confusão assim, né porque os analistas de mercado começam a perguntar, se a empresa tem capital aberto. O analista vai perguntar, tem que ficar explicando. (entrev.10).

Importante notar que, ao contrário do que ocorre no Japão, em relação à punição do devedor, no momento da quebra dos *covenants*, segundo Kochiyama e Nakamura (2014), a iniciativa do devedor de renegociar pode ser motivada, justamente pelos custos que a violação trará para o devedor, como se verá à frente.

O controle da relação contratual dá ao credor o direito e a preferência de negociar com o devedor e isso está em linha com o que Demerjian (2016) menciona, de que os *covenant* contábeis limitam o nível máximo de risco que o credor está disposto a enfrentar ao longo do contrato. A renegociação do contrato, segundo a teoria, pode trazer consequências ao devedor, entre essas o aumento do custo do empréstimo, o incremento das garantias pelo devedor, a mudança na cláusula de *covenants* ou até mesmo o perdão em relação ao descumprimento da cláusula restritiva.

As respostas obtidas mostram que as consequências exibidas, pelos entrevistados, estão em linha com as apresentadas no referencial teórico. Gopalakrishman e Parkash (1995) citam o que pode ocorrer com os contratos de dívida após a violação, por ordem de ocorrência: 1) perdão da violação, 2) imposição de limites adicionais, 3) aumento das taxas de juros, 4) aumento das garantias, e 5) adiantamento do vencimento do contrato. Neste sentido, ressalta-se que o adiantamento do vencimento do contrato quase nunca ocorre (BENEISH; PRESS, 1993).

[...] teoricamente a gente tem o direito a fazer um investimento antecipado do contrato, porém é sempre uma negociação, né? Aí ela vai explicar os motivos pelos quais quebrou o *covenant* e tudo mais. A gente pode, eventualmente, flexibilizar isso [...] ou você pega e renegocia os *covenants* ou dá um *waiver*, faz um fortalecimento do *covenant* para a frente, para poder impor à companhia um sacrifício maior [...] Normalmente a gente pode até repactuar, e chegar à seguinte conclusão: vamos cobrar um *waiver fee* e vamos repactuar e cobrar mais caro dela (entrev.1).

Melhorar a rentabilidade pura e simples para ter uma rentabilidade maior, que é a essência do negócio, e cobrar mais pelo risco adequado também. E, por outro lado, é isso, para equilibrar o momento da companhia versus o preço que já deveria estar sendo cobrado (entrev.2).

A empresa tem que pedir um *waiver* do banco e, se o banco não der *waiver*, ela está em *default* e aí a gente poderia vencer antecipadamente. O que acontece na maior parte dos casos é que isso é renegociado (entrev.3).

Para que naquele momento, se por ventura quebrar o *covenant*, você sentar com aquele acionista numa condição ainda não falimentar, para poder discutir. Ou você senta e ajusta, em termos econômicos, aquele *covenant*, no sentido de “pô, tá aqui. Eu entendi que a sua empresa está menos líquida, aporta garantia, para gente poder continuar nesse jogo”, ou você vai ter uma questão de “pô, além de você aportar vai ter que me pagar um *waiver fee* por conta disso daqui”. Para mim, com a quebra do *covenant* você tem um binômio, tanto do *waiver fee*, quanto do agregar uma garantia adicional (entrev.4).

E normalmente essa negociação vem com a *waiver fee* ou porque se aumentou o risco e o *waiver fee* é uma forma (entrev.5).

[...] gente acaba tendo a cobrança de um *waiver fee* (entrev.6).

Então ele vai, normalmente na renegociação, pedir uma remuneração mais adequada, um novo cenário ou uma garantia mais forte porque está coberto no caso de um estresse maior (entrev.7).

[...] é mais usual cobrar um *waiver fee*, é muito mais usual cobrar e permanecer (entrev. 8).

Pode ser feito um aditivo em contrato pra reenquadrar os *covenants*, chamar mais garantia”, isso tudo é possível de se colocar na mesa (entrev.9).

Você, geralmente, na maioria de casos você dá um *waiver* para um período. Eu diria 70% dos casos você dá um *waiver* para o período, nos casos mais graves, que aí você realmente vai lá, renegocia todos os *covenants*, não deixa mais dilatado, ou acrescenta os *covenants*, acrescenta a garantia ou uma renegociação de prazo (entrev.10).

Assim, ao passo que o devedor piora sua situação ecofinanceira, aquela remuneração, que foi estabelecida no início do contrato, deixa de ser ideal para o credor, e a renegociação permite ao credor restabelecer sua remuneração pelo novo nível de risco, pelo *waiver-fee*, como mencionam Perin e Glitz (2015), que dizem que a prática comum, no mercado brasileiro, em caso de quebra dos *covenants*, é a cobrança de uma taxa (*fee*).

Como demonstrado, a renegociação do contrato pode ocorrer das mais diversas formas. Contudo, vale ressaltar que a cobrança de um *waiver-fee* com o intuito de balancear o novo risco versus o retorno do credor foi citado por todos os entrevistados.

Este achado pode ser explicado, tendo em vista o perfil dos entrevistados, que como agentes de captação procuram sempre recompor suas margens, conforme a política da instituição emprestadora.

[...] normalmente se cobra um *waiver fee*, né? Você cobra um *fee* para poder abrir mão de exercer aquele investimento antecipado (entrev. 1).

[...] gatilho para chamar a dívida antecipadamente para melhorar, equilibrar a questão de preço. Pode ser um gatilho para também cobrar um *fee* do cliente [...], uma forma também de deixar no meio de caminho, uma forma de rentabilizar melhor o negócio. Deixar mais aderente com o risco que ele está passando [...]. Esse aprovisionamento traz maior custo para o banco e, dessa forma, o banco deveria ser melhor remunerado também. Então, é uma forma de equilibrar. Eu acho que independentemente da ocasião, se vai ter um oportunismo naquele momento do banco em querer cobrar [...] melhorar a rentabilidade pura e simplesmente para ter uma rentabilidade maior, que é a essência do negócio, cobrar mais por menor risco – mas cobrar mais pelo risco adequado também. E, por outro lado, é isso: para equilibrar o momento da companhia versus o preço que já deveria estar [...] (entrev. 2).

O padrão é cobrar *waiver fee*. A maioria dos casos, sim, é cobrado *waiver fee* (entrev.3).

Eu acho quando você tem a quebra do *covenant*, você tem um binômio, tanto do *waiver fee* como aumentar as garantias [...] (entrev.4).

Normalmente essa negociação vem com a *waiver fee*, ou porque aumentou-se o risco e o *waiver fee* é uma forma de você ver o dinheiro ao custo de x e a situação da companhia piorou (entrev.5).

Porque, acho que tem muito de cada contexto aqui. Eu estou pra te dizer que acho que cinquenta, quarenta por cento das nossas operações aqui a gente acaba tendo a cobrança de um *waiver fee* (entrev.6).

Aí normalmente o banco utiliza duas vias renegociação de taxa e renegociação de garantia (entrev.7).
[...] é mais usual cobrar um *waiver fee*. Cobrar e permanecer (entrev.8).

Os entrevistados 9 e 10 não deram a renegociação de um *waiver fee* como usual. O entrevistado 9 entende o *waiver fee* como uma punição ao devedor; já, o entrevistado 10, por trabalhar com empresas de grande porte e que apresentam ótima condição de crédito, não percebe o *waiver fee* como um caminho para a renegociação.

Não deixa de ser uma tarifa para a instituições financeira, mas é uma punição da pessoa jurídica ter descumprido uma condicionante que havia sido acordada (entrev.9).
Acho difícil cobrar *waiver fee* para as empresas bem grandes (entrev.10).

Contudo, as entrevistas demonstram que o relacionamento entre o banco prestador e o cliente é levado em consideração. Em alguns casos, é concedido o perdão sem a cobrança, conforme teoria exposta, visando à preservação do relacionamento ou até mesmo o *waiver* temporário (SILVA, 2008).

[...] esse caso que eu mencionei pra você, ela quebrou o *covenant* de setembro e ela quebrou por muito pouco. Sei lá, o *covenant* era quatro, foi quatro e doze. E aí o câmbio já tinha voltado, então assim, com as informações de dezembro ela já não ia quebrar o *covenant*. E assim, por conta de relacionamentos, era uma dívida bilateral, a gente optou por não cobrar *waiver fee*, poderíamos ter cobrado, é normal cobrar, mas este caso específico, a gente não cobrou (entrev.3).
[...] é um cliente triplo A, algo que dá para entender, que tem um racional bom por traz [...], a empresa precisou fazer algum investimento que vai demorar, na média existe essa prerrogativa de *waiver fee*, é uma prática normal de mercado, porém, depende muito de cada empresa, de relacionamento, enfim [...] (entrev.5).
[...] nas nossas discussões, muito mais do que preservar o relacionamento é mostrar para a companhia que a gente enfim acredita, que continua acreditando, do que ser oportunista e cobrar um *waiver fee*, se o risco não tiver mudado [...] (entrev.6).
Então existe o *waiver*, isso daí é comum também acontecer; o banco dá o *waiver* e não cobra essa multa, principalmente, com um relacionamento muito bom com o cliente (entrev.8).

O quadro 4, a seguir, demonstra as renegociações mais comuns de ocorrerem na violação das cláusulas de *covenants*. Os resultados demonstram qual a resposta de cada entrevistado, em comparação com as consequências para o devedor, no evento de descumprimento dos *covenants* contábeis mencionados por Gopalakrishnan e Parkash (1995).

Quadro 4 – Consequências da violação dos *covenants* financeiros

Entrevistados	Perdão	Limites adicionais	Aumentos custos do contrato	Aumento das garantias	Adiantamento do vencimento do contrato
1	X	X	X		
2			X		
3	X		X		
4			X	X	
5	X		X		
6	X		X		
7			X	X	
8	X		X		
9			X	X	
10	X				

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Gopalakrishman e Parkash (1995).

A principal conclusão capturada nesta etapa é que os *covenants* contábeis são citados pelos entrevistados como uma importante ferramenta de gatilho para a renegociação do contrato, no caso de piora ecofinanceira do devedor. A renegociação pode passar por solicitação de aumento de garantia, incremento do custo do empréstimo ou até mesmo o perdão da violação da cláusula restritiva, em consonância com a teoria apresentada. O incremento dos custos do contrato foi comparado, na tabela acima, com as menções feitas pelos entrevistados com a cobrança de um *waiver-fee*, que, na prática, funcionam, segundo as entrevistas, como um aumento da taxa de financiamento do contrato.

Neste contexto, vale mencionar que o entrevistado de número 10 trabalha em um banco, que apenas concede crédito para empresas de grande porte com ótima qualidade no crédito, o que impede a cobrança de *waiver fee* e o porte da empresa dificulta a negociação.

A cobrança geralmente desses grupos muito grandes é mais difícil (entrev. 10).

Esta constatação leva à conclusão de que a utilização de *covenants* contábeis é empregada, na maioria dos contratos de empréstimos de longo prazo no Brasil, ainda que o devedor possua uma ótima qualidade de crédito.

Mather e Peirson (2006) dizem que a restritividade dos *covenants* pode estar na folga imposta pelo credor, nestes casos, de cliente com boa qualidade de crédito a folga é sempre maior. Como constatado nas entrevistas 3 e 10, tem-se que:

[...] a discussão é difícil, assim, depende também da força do cliente, as vezes quando é bilateral, que o cliente não é tão boa qualidade de crédito, essa é uma das primeiras-dos primeiros requerimentos colocados na mesa, mas quando ele tem uma boa qualidade são mais folgados (entrev.3).

[...] acaba seguindo os *covenants* que elas já têm definidas em outras operações de mercado. Dificilmente com essas empresas desse tamanho a gente deixa alguma coisa mais restrita (entrev.10).

Mather e Peirson (2006) registraram que, na Austrália, os *covenants* se tornaram menos restritivos. Contudo, conclui-se que, no Brasil, os *covenants* são mais restritivos, tanto que, em linha com que Dichev e Skinner (2002) concluíram, as violações são comuns.

Você cria um *covenant* que na largada ele é mais frouxo, e ele vai ficando mais endurecido para que a gente possa, para que a empresa possa estar sendo direcionada para os objetivos que ela mesma estabeleceu como premissa para poder pleitear o crédito. É muito comum as empresas quebrarem *covenants* (Entrev.1).

[...] vários contratos foram reconversados, foram renegociados em função de uma contingência de mercado (entrev.9).

A análise desta categoria mostra que os *covenants* são utilizados no Brasil, principalmente, como um gatilho para renegociação, tendo em vista as incertezas no período *ex-post*, mesmo para aqueles clientes com boa qualidade de crédito. Day e Taylor (1996) encontraram o mesmo resultado em pesquisa, entrevistando 18 banqueiros no Reino Unido, 17 deles colocaram o gatilho para renegociação como o principal papel dos *covenants*, porém, nesta mesma categoria, estava classificado o monitoramento da situação do devedor, o que pode distorcer o resultado se comparado com este estudo, tendo em vista que o monitoramento foi classificado aqui como outra categoria.

Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2008) explicam que, nos casos de o devedor apresentar uma melhora em sua condição financeira, especificamente, no fluxo de caixa, o empresário está apto para negociar uma redução no custo ou na restritividade em relação ao contrato inicial. Contudo, este tipo de renegociação, quando a situação do devedor melhora, não foi mencionado pelos entrevistados, mesmo quando perguntados sobre isto relatavam que nunca tinham visto uma situação deste tipo.

A análise dos dados mostra que nove dos dez entrevistados veem os *covenants* como uma ferramenta para reestabelecer a remuneração da instituição frente à piora do risco do devedor, em que pese o possível viés que o perfil dos entrevistados pode trazer.

4.1.2 Monitoramento do devedor

O monitoramento do devedor foi a segunda categoria mais citada, em relação ao papel dos *covenants* contábeis, o que permite afirmar que o alerta quanto à situação e ao desempenho do devedor é um dos importantes papéis desempenhados pelos *covenants* contábeis, no período entre a concessão do empréstimo e a liquidação deste, ou a violação dos *covenants* contábeis, se ocorrer.

Os resultados encontrados estão em linha com a teoria apresentada. Beiruth (2015), por exemplo, cita que os *covenants* são projetados para alertar os credores acerca da situação e desempenho do devedor. Assim, a exemplo do achado de Day e Taylor (1996), que citam que dois de seus entrevistados encontram nos *covenants* uma forma de monitorar os devedores, já que o credor concede um empréstimo de longo prazo, por exemplo, de cinco anos, e precisa de alguma forma acompanhar e manter o relacionamento com o cliente por pelo menos o tempo do contrato em vigor. A análise das entrevistas ora apresentadas corrobora com essa questão, como demonstrado a seguir.

[...] porque o cara quando fecha uma operação de cinco anos, se você não bota um *covenant*, o cara fala: “Pô, até mais, hein? Te encontro daqui a cinco anos”. [...] você que está no longo prazo fica lá de passageiro na história sem poder botar nenhum tipo de pressão no cara [...] (entrev.1).

[...] o *covenant* acabou sendo uma ferramenta para os credores se protegerem num prazo tão longo porque a gestão continua sendo da empresa (entrev.2).

O *covenant* financeiro, como é muito objetivo, é a melhor forma de você controlar a empresa ao longo dos anos (entrev.3).

A função do *covenant* financeiro, é acompanhar mais de perto a empresa (entrev.9).

O *covenant* é importante porque a gente acompanha mais de perto a empresa e faz as medições do *covenant* (entrev.10).

Guay (2008) cita que para monitorar seus investimentos efetivamente, os credores exigem ao menos: (1) informações que permitam determinar quando os devedores podem tomar decisões, que não são de interesse do credor; (2) capacidade de ter o direito de decisão sobre a empresa, quando tais circunstâncias surgirem ao longo do contrato. Para atender à primeira função, os relatórios financeiros podem ser úteis, contudo, a obrigatoriedade de apresentação das demonstrações financeiras, além da capacidade apresentada; na segunda função, sobre o direito de tomar decisões no contrato unilateralmente, só são possíveis pelas cláusulas de *covenant*. O autor complementa que o monitoramento constante pode trazer avisos anteriores à quebra dos *covenants*, ampliando a preocupação do credor com as incertezas quanto ao retorno do investimento no futuro.

Rajan e Winton (1995) trazem que o uso efetivo de *covenant* força o devedor a fazer o monitoramento e, tendo iniciado a tarefa, pode ser possível obter mais *insights* sobre a condição do devedor com pouco custo adicional.

As entrevistas 1, 5, 6, 7, 8 e 10 suportam essa informação:

[...] ele quebrou um *covenant* completamente inesperado e era muito tranquilo. A gente já atua agora, não espera deteriorar a situação da companhia. Então você tem um “Q” de acompanhamento e antecipação [...] Ou seja, se a gente tem um problema que pode ser avaliado parcialmente, em um momento parcial, que é uma leitura que você faz no primeiro ciclo, depois do primeiro ciclo, após aquela operação, você já consegue até atuar, no sentido de “poxa, temos um problema aqui [...]” (entrev.1).

[...] se ela vai conseguir suportar a dívida. Então, justamente, a gente consegue fazer um acompanhamento e monitoramento com relação, especificamente, a esse índice e eu tenho isso monitorado de perto, acompanhando, semanalmente, mensalmente, e eu acho que consigo identificar o problema mais rápido que outros bancos, apesar de existirem outras maneiras de identificar, com o acompanhamento (entrev.5).

Porque se o indicador vem chegando perto no nosso nível-limite a gente sabe que ele é um indicador de que a companhia está muito justa ou está ficando justa nas projeções dos seus indicadores financeiros (entrev.6).

Se esse retorno não está sendo o esperado ao projetado na época da tomada, com certeza a área de monitoramento consegue fazer uma previsibilidade se ele vai estourar ou não (entrev.7).

Ele pode te dar aí um alerta de que, embora não tenha quebrado, pode te dar um alerta da situação da empresa (entrev.8).

pode te dar aí um alerta, embora ele não tenha quebrado, ele pode te dar um alerta da situação da empresa (entrev.10).

O monitoramento do devedor, mediante os *covenant*, também é útil para a avaliação de futuras operações com este mesmo cliente, fator que não é encontrado com frequência nas teorias e estudos sobre o assunto, como mencionado pelos entrevistados a seguir:

Eu sempre penso o seguinte: um cara quebra um *covenant* num ano, quebra o *covenant* num outro; e isso vai ter algum impacto no apetite do banco para fazer um novo negócio [...] (entrev.1).

Além disso, ela tem problemas também com bancabilidade. Eu acho que isso, portanto, pelo menos o mercado vê isso com maus olhos (entrev.5).

Sim, se é um cliente que sempre cumpriu com os *covenants*, que nunca saiu, gera mais credibilidade por parte do banco, por parte do comitê de aprovação de limite para essa empresa (entrev.8).

O comprometimento do devedor com as cláusulas de *covenant* é citado, nas entrevistas, como uma meta do devedor, em que se considere o custo que o devedor pode ter se não cumprir com estas cláusulas nos ciclos de monitoramento.

Indicadores que a gente quer medir e que determinam o compromisso da companhia com a eficiência que a gente acredita ser necessária para que ela possa entregar o que indicava na projeção. Ela fica preocupada com isso, porque é uma espada que está lá na cabeça dela e se ela não cumprir pode perder aquela operação. Eu acho que estabelece assim, um compromisso mais acentuado da companhia, não só com um repagamento da operação final, mas sim com a performance que ela indicou que seria capaz de fazer. Tem um “Q” de comprometimento do acionista e da gestão da

companhia na perseguição daqueles indicadores. Então ela tem que ter esse tipo de comprometimento. E aí a gente vai estabelecendo aqui os indicadores que a gente quer medir e que determinam o compromisso da companhia com a eficiência que a gente acredita ser necessária para que ela possa entregar o que indicava na projeção (entrev. 1).

[...] A empresa vai trabalhar para não quebrar os *covenants*, porque é uma dor de cabeça muito grande para ela [...] até porque o *covenant* vem com alguns pênaltis que vão estar *linkados* para forçar que a empresa justamente priorize a relação com o credor que tem o *covenant*. Então, a maior preocupação da empresa em quebrar esse *covenant* vai ser, por exemplo, não ter que pagar um *fee* ou não ter que chamar dívida antecipadamente. Ela vai estar extremamente preocupada com esse credor (entrev.2). Então é o *covenant* é assim: a empresa vai trabalhar para não quebrar os *covenants* porque se quebrar terá uma dor de cabeça muito grande, sendo um exemplo de *default*, e uma outra cláusula padrão em toda documentação de longo prazo é o *cross default*. Então, a empresa tem uma preocupação enorme. Se eu quebrei um *covenant* com um banco e eu estou em *default* com esse banco, automaticamente eu estou em *default* com o mercado (entrev.3).

Eu acho que sim, é uma preocupação da companhia por conta de todos esses eventos, mas além da cobrança de *waiver fee* e tudo o mais, você cria, você abre uma prerrogativa do banco querer te cobrar antecipado. Um problema até contábil para ele, né, que vai ter que reclassificar a dívida em curto prazo (entrev.5).

[...] mas principalmente, e aí eu acho que aí é o grande x da questão, é um pouco da disciplina garantir que os incentivos estejam relativamente alinhados, ou seja, o incentivo do banco em conceder o empréstimo para a companhia é um comprometimento. É uma disciplina versus um comprometimento com a qualidade do crédito da companhia, ao longo do prazo da operação (entrev.6).

[...] aquele serviço de dívida dentro do prazo, se estourar um *covenant* o custo dele vai aumentar consideravelmente, ou ele vai ter que por mais garantias que, de repente, não era a intenção dele e tem a questão também de imagem, né. [...] Se estourar um *covenant* o mercado inteiro vai ter conhecimento desse problema que ele está sofrendo aí para ele poder acessar o mercado de estrutura novamente, por exemplo, ele vai ter dificuldades (entrev.7).

Então, eu acho que o *covenant* dá o credor um comprometimento de ele ter mais responsabilidade com relação a como vai gastar aquele recurso e gerenciar a empresa, porque se pega muito recurso e aplica de forma desordenada geralmente ele vai quebrar esse *covenant* [...] Para ele, gera mais responsabilidade. Então antes de fazer qualquer projeto disso daí ele vai ter que verificar essa quebra de *covenant*, e isso daí para a gente é seguro e para eles também gera mais responsabilidade, mais exercícios; ele tem que estudar mais o que vai fazer para não quebrar (entrev.8).

Nós percebemos que há um acompanhamento maior para eles estarem enquadrados para que nenhum dos bancos das instituições financeiras que eles tomam recursos possam pedir antecipação do recebimento (entrev.9).

Eu acho que o mercado vem evoluindo e as empresas vem conseguindo não quebrar e entendendo que isso é um estresse para o mercado. Então acho que ela persegue e se compromete (entrev.10).

Assim, a preocupação do devedor em evitar os custos de violação, conforme teoria exposta, gera um comprometimento com as condições estabelecidas *ex-ante*. Este comprometimento do devedor por temer as consequências da violação dos *covenants*, leva a concluir que, ao contrário do que Silva (2008) analisou, os custos de renegociação são altos e os devedores evitam a quebra, justamente, para não incorrerem nestes custos. Vale ressaltar que os custos não são somente relacionados a uma taxa a ser paga ao devedor, mas também, como custos ocultos como mencionado por Beneish e Press (1993), que elencam três tipos de custos

de violação dos *covenants*: (1) custos de renegociação, (2) custos de refinanciamento, e (3) custos de reestruturação.

A frequência do monitoramento, baseado nas respostas dos entrevistados, pode variar entre a cada três meses ou um ano, a depender da instituição credora, tipo de contrato de dívida ou porte da empresa.

[...] os *covenants* [são monitorados] geralmente uma vez por ano. Eu não conheço nenhuma operação com *covenant* parcial (entrev.1).

[...] a grande maioria dos casos é trimestral com base nos números dos últimos 12 meses (entrev.3).

[...] Esse acompanhamento é feito geralmente trimestralmente (entrev.5).

[...] eu diria que normalmente semestral e, em alguns casos, anualmente (entrev.6).

[...] o banco vai fazer aquela verificação trimestral, semestral ou anual, depende da negociação. Normalmente o banco vai fazer trimestralmente esse monitoramento (entrev.7).

[...] monitoramentos semestrais. Então aí ele manda o balanço de junho fechado e de dezembro. E a gente faz essas medições duas vezes ao ano (entrev.8).

Com balanço fechado e auditado, anualmente (entrev.9).

Como conclusão parcial, é possível afirmar que o monitoramento do devedor como papel desempenhado pelos *covenants* contábeis é, de fato, utilizado pelos credores no decorrer do contrato. A teoria já colocava este papel para os *covenants* e este foi corroborado pelos resultados colhidos nas entrevistas e, embora a quebra dos *covenants* possa ser um evento comum, os devedores querem evitar os custos que possam incorrer neste evento.

4.1.3 Restrição das ações do devedor

Como citado no referencial teórico, a relação entre credor e devedor, vista sob a ótica da Teoria da Agência, pode incentivar o devedor a tomar decisões, durante a vigência do contrato, que expropriem os direitos do credor.

Smith e Warner (1979), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) ressaltam pelo menos quatro formas em que acionistas e gestores podem transferir riquezas provenientes dos credores para os acionistas ou para a empresa por meio de seus gestores, expropriando os direitos dos credores: (1) falta de investimentos, (2) substituição de ativos, (3) política excessiva de dividendos, e (4) aumento do grau de endividamento.

O papel dos *covenants* na relação credor e devedor é restringir as decisões dos gestores nos pontos citados, de tal sorte que não apresentem expropriação das riquezas do credor. Todos os *Bankers*, exceto o de número 9, confirmaram que os *covenant* são utilizados como ferramenta

para restringir as decisões dos representantes da empresa, principalmente, relativos à restrição do aumento do grau de endividamento.

Para você limitar, ou seja, para fazer com que o recurso permaneça dentro na companhia (entrev.1).

[...] é justamente essa limitação que o banco quer dar, porque a causa pode ser, por exemplo, um investimento feito numa hora errada e que vai trazer um resultado pior para empresa, e muitas vezes é feita com uma alavancagem e aí usamos dívida sobre EBITDA (entrev.2).

Na hora de fazer um Capex, que não era necessário no momento de crise da economia, ela vai pensar duas vezes (entrev.3).

[...] limitar o Capex, bloquear a distribuição de dividendos (entrev.4).

É justamente para restringir a alavancagem da companhia [...] com esse *covenant*, você consegue mitigar a possibilidade de a empresa tomar mais grana no mercado do que ela precise (entrev.5).

(...) garantir que aquele dinheiro seja usado para aquele fim específico e que eu ainda continue numa companhia saudável depois de um determinado período. [...] para que eles não tomem novas dívidas [...], não façam investimentos desenfreados, enfim, estejam de uma certa forma limitados pelos *covenants* (entrev.6).

[...] restringe muito a decisão do gestor porque ele não vai poder, por exemplo, distribuir dividendos, senão aumenta a dívida líquida porque vai diminuir o caixa, e aí não vai poder fazer investimento em caixa porque senão vai diminuí-lo ainda mais, então acho que esse é o principal fator, por conta de você também conseguir limitar as decisões de investimento da empresa (entrev.7).

[...] praticamente para evitar que a empresa se alavanque muito (entrev.8).

[...] deixa a empresa mais travada no sentido de que ela mesmo prevendo uma possibilidade melhor ou piora, ela não vai poder fazer qualquer coisa (entrev.10).

A restrição das ações dos agentes do devedor foi o primeiro papel dos *covenants* definido na literatura e sobre o arcabouço da teoria da agência, ou seja, o devedor pode tomar ações contra os direitos do credor. Contudo, este papel, ainda que importante, é secundário de acordo com o estudo de Leuz et al. (1998), pois dizem que os *covenants* são mais utilizados em países com restrição legal aos dividendos, diante da possibilidade dos agentes expropriarem os direitos dos credores com a distribuição de dividendos.

Neste sentido, ao se comparar os resultados deste trabalho com os obtidos por Day e Taylor (1996), pode-se concluir que o baixo grau de direitos do credor, no Brasil, dá aos *covenants* uma ferramenta importante para evitar problemas de agência. Na pesquisa de Day e Taylor, no Reino Unido, apenas 4 entrevistados de 18 deram aos *covenants* o papel de restrição ao *management*. Os resultados alcançados, neste trabalho, demonstram que 9 entre 10 entrevistados deram este papel aos *covenants* contábeis.

Vale ressaltar que, ao contrário do que Christensen e Nikolaev (2012) argumentam acerca de que os interesses entre acionistas (representados por seus administradores) e credores são alcançados, de maneira mais eficiente, pelos *capital-covenants*, que exigem que os acionistas mantenham recursos suficientes dentro da empresa, os credores se utilizam, em sua

maioria, de *performance-covenants* para este tipo de monitoramento, como se verá na seção 4.2.

Nesta fase, conclui-se que, de fato, os *covenant* são utilizados para restringir as decisões desempenhadas pelo devedor e, assim, monitorar a saúde financeira da empresa durante o período do contrato de empréstimo, ainda que esta restrição, apesar de ter sido mencionada por 9 entre os 10 entrevistados aparece, com menor frequência, entre as outras três categorias, exceto o recebimento antecipado da dívida.

4.1.4 Recebimento da dívida antecipadamente

Conforme abordado no referencial teórico, caso a empresa tomadora do empréstimo não atenda aos *covenant* pactuados no contrato, o credor, usualmente, pode exigir o pagamento antecipado (DEMERJIAN, 2011). Segundo Chen e Wei (1993), Gopalakrishman e Parkash (1995) e Silva (2008), esta é uma situação que quase nunca ocorre na prática.

As repostas dos entrevistados não suportam o papel dos *covenants* de dívida como ferramenta para o recebimento antecipado do total emprestado na ocasião da quebra das cláusulas restritivas. Este achado pode estar ligado ao fato de que os *covenants* estipulados, nos contratos de dívidas privadas, apesar de aparecerem em menor número, quando comparados aos de dívida pública (por exemplo, debêntures), apresentam mais corriqueiramente a quebra dos *covenants* muito estimulados pelos limites impostos, que são mais apertados.

Nenhum dos entrevistados relatou ter recebido a dívida antecipadamente, em razão da quebra dos *covenants*.

São poucos, geralmente, você entra em uma negociação (entrev.1).
 Não acho que é a primeira preocupação do banco também (entrev.2).
 [...] o que acontece é que se a empresa está num momento superdifícil e se o fato do banco vencer antecipadamente vai quebrar a empresa, aí o juiz eventualmente vai alegar que o banco está quebrando a empresa; vai quebrar porque está vencendo antecipadamente, ninguém mais está fazendo (entrev.3).
 Eu acho que receber a dívida antecipadamente; acho que você desmontar a operação é muito mais difícil (entrev.4).
 [...] nunca passei por isso (entrev.5).
 Não, os *covenants* financeiros normalmente o banco renegocia (entrev.7).
 Nunca vi um comitê falar: “não, vamos liquidar antecipadamente” (entrev.8).

O resultado das entrevistas reforça que a cláusula de não atendimento dos *covenants* funciona, de fato, para o credor deter o controle do contrato e, nestes casos, passar a ter a possibilidade de negociar em posição vantajosa com o devedor – haja vista que, como demonstrado neste estudo, o devedor procura não quebrar os *covenants*, em razão de seus custos

de renegociação, e não pelo receio de precisar honrar a dívida antecipadamente. Este tipo de ocorrência foi maior na pesquisa de Day e Taylor (1996), já que 4 de 18 entrevistados deram aos *covenants* o papel de recebimento antecipado, quando da piora da situação do devedor.

4.2 COVENANTS CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS

Cotter (1998) publicou um estudo realizado com nove bancos australianos, com o intuito de conhecer as práticas de inclusão de *covenants* contábeis em contratos de dívida. A autora constatou que os mais utilizados são os definidos com base no nível de endividamento e no índice de cobertura de juros.

Mais recentemente, Skinner e Dichev (2002) pesquisaram mais de 36 mil contratos privados de dívidas e observaram que o *covenant* mais frequente é o de Dívida/Fluxo de caixa, com 15,1% da amostra e, o segundo mais frequente, de acordo com os autores, é a cobertura de juros.

Silva (2008) fez um levantamento acerca dos principais tipos de *covenants* contábeis utilizados no Brasil, em uma amostra composta por 125 empresas de capital aberto com títulos emitidos entre os anos de 2000 e 2006, entre debêntures e créditos bancários. O resultado demonstra que o *covenant* de cobertura de dívida (Dívida/EBITDA) e o de cobertura de juros (EBITDA/Despesas Financeiras) são os mais utilizados nas debêntures. Nos créditos privados, aparecem, com maior frequência, os *covenants* de nível de endividamento e nível de liquidez corrente.

O quadro 5, a seguir, demonstra os *covenants* mais utilizados, segundo os entrevistados.

Os *covenants* mais utilizados são os de cobertura de dívida (Dívida Líquida/EBITDA) e o de cobertura de juros (EBITDA/Despesas Financeiras), segundo os entrevistados. Outros também foram mencionados, porém são utilizados em menor escala, como restrição de dividendos, *covenants* específicos para cada indústria ou limitador de dívida, sendo este último mencionado por um dos entrevistados. A utilização de índices, baseados em EBITDA, é uma tendência nos contratos de dívida, segundo Matri (2017).

Contudo, em pesquisa no Brasil, Silva (2008) concluiu que estes *covenants* eram mais utilizados em títulos públicos do que nos privados. Neste contexto, a mudança percebida pelos resultados reforça ainda mais que a utilização de *covenants*, baseados em EBITDA, tornou-se mais comum com o passar do tempo.

O entrevistado 9 não utiliza o *covenant* de cobertura de despesas financeiras.

Alguns entrevistados explicam que o *covenant* cobertura de dívida (Dívida Líquida/EBITDA) permite que o banco restrinja as ações do devedor, no sentido de que a empresa não consegue distribuir dividendos, além de impedir que esvazie a empresa, pois diminui o caixa e aumenta o índice estabelecido, limita os investimentos em Capex e, assim, não permite a expropriação do credor.

Quadro 5 – Os *covenants* contábeis mais utilizados, segundo os entrevistados

Entrevistado	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>Covenants</i> contábeis utilizados	Cobertura de juros, Cobertura de dívida Dividendos e Ligados ao negócio	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida e dividendos	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros, Cobertura de dívida e dividendos	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de dívida e Dividendos	Cobertura de juros e Cobertura de dívida
<i>Covenants</i> contábeis mais frequentes	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de juros e Cobertura de dívida	Cobertura de dívida e dividendos	Cobertura de juros e Cobertura de dívida

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo central trazer a percepção do *Banker* em relação ao principal papel dos *covenants* contábeis, no Brasil, em contratos privados de dívida. O objetivo foi alcançado, trazendo, como principal papel, o gatilho para uma renegociação no caso de uma quebra de *covenant*.

Mais especificamente, o papel de gatilho para uma renegociação traz um objetivo maior para a maioria dos *Bankers*, como a recomposição da remuneração da instituição financeira credora, em face do aumento de risco do devedor versus os juros cobrados no momento do estabelecimento do contrato, pela cobrança de *waiver fee*, ou renegociação. Este caso não cabe para todos os eventos de quebra dos *covenants*, já que, algumas instituições, e dependendo do tipo de quebra de *covenant*, conforme os achados do estudo, podem apenas dar o *waiver* ou aumentar as garantias, em linha com a teoria que serviu de suporte para o estudo.

Contudo, os achados da pesquisa dão aos *covenants* outros importantes papéis, dependendo da fase do contrato. Após o estabelecimento *ex-ante* da cláusula de *covenant*, que invariavelmente traz o evento de vencimento antecipado da dívida, no caso de descumprimento desta, os *covenants* passam a ter o importante papel de monitoramento do devedor, com medições periódicas de seus índices e emitindo alertas antecipados em relação a uma possível piora da situação econômica do devedor.

O monitoramento, conforme análise das entrevistas, traz, até então, um papel pouco explorado pela literatura: o monitoramento do devedor, no sentido de fazer outras operações de empréstimos com este mesmo devedor. Os *covenants*, dentro do limite estabelecido, dão conforto ao credor na concessão de novos contratos a estes mesmos devedores.

Estes devedores, por sua vez, procuram preservar sua situação financeira dentro do previsto contratualmente, já que podem sofrer com os custos de violação dos *covenants*, renegociação e manutenção do seu perfil de crédito para outras operações.

Na medida em que o contrato avança em direção ao seu vencimento final, com o monitoramento do devedor feito periodicamente, os *covenants* desempenham o papel de restringir as ações de seus gestores e acionistas, como a limitação de endividamento, novos investimentos e outros.

Contudo, se no decorrer do contrato, o devedor violar os *covenants*, estas cláusulas terão o condão de dar o controle do contrato ao credor e iniciar uma renegociação que, na maioria das vezes, procura recompor a remuneração do credor em face do aumento do risco, o já mencionado principal papel dos *covenants* contábeis.

5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo demonstra importantes conclusões acerca dos papéis dos *covenants* contábeis, no Brasil, para as partes que compõem um contrato de dívida, ou seja, os credores e devedores.

Para os devedores, os achados demonstram o quão importante é a negociação *ex-ante* em relação aos limites dos *covenants* contábeis e, neste quesito, os achados do estudo mostram que os credores estipulam *covenants* com pouca folga, o que aumenta a possibilidade de violação das cláusulas. Esta pouca folga nos *covenants* pode implicar em altos custos para o devedor, tendo em vista que, como demonstrado nos resultados, as instituições financeiras tendem a cobrar um *waiver-fee* com o intuito de recompor sua remuneração frente ao aumento do risco, após a violação da cláusula restritiva.

Nesse sentido, algumas ações podem reduzir o custo de violação dos *covenants*, e uma delas é a antecipação de informações para o credor acerca de possíveis violações dos *covenants*, dando mais tempo para a renegociação e mais conforto para o credor. Além disso, o relacionamento com a instituição financeira é levado em consideração para a obtenção de um *waiver*, sem a incidência de custo, e pode ser utilizado como argumento de negociação pelo devedor no caso da violação dos *covenants*.

Para os credores, os achados demonstram que a pouca folga nos *covenants* serve como uma ferramenta para recompor sua remuneração na maioria das instituições financeiras e, além disso, a utilização de vários tipos de *covenants* está em desuso com uma crescente utilização da Dívida Líquida/EBITDA e EBITDA/Despesas Financeiras. Desta maneira, é possível monitorar, controlar e renegociar as cláusulas restritivas por meio destes dois índices, já que limita o endividamento, caso o devedor não tenha uma geração de caixa na mesma proporção, e não permita a distribuição desenfreada de dividendos, a ponto de esvaziar a empresa, tendo em vista que essa distribuição reduz o caixa e, conseqüentemente, aumenta a dívida líquida, resultando no incremento do índice estabelecido.

5.2 LIMITAÇÃO DO ESTUDO E OPORTUNIDADES DE ESTUDOS POSTERIORES

Vale ressaltar que, tendo em vista o perfil dos entrevistados, este estudo pode ter o viés, a opinião e a visão restrita ao ambiente e anseios dos participantes, com um olhar mais voltado aos aspectos comerciais a que estão inseridos, por exemplo, a resposta dada por todos

os entrevistados em relação à recomposição de margem do credor, quando da quebra das cláusulas de *covenants* contábeis.

Assim, fica, como sugestão para pesquisas futuras, a utilização desta mesma metodologia de pesquisa com outros atores deste mercado, como os devedores ou aqueles que desempenham suas funções na área de risco de crédito das instituições financeiras.

REFERÊNCIAS

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2, p. 179-234, 2010.

BAZZANA, F.; BROCCARDO, E. The role of *covenant* in public and private debt. 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1496352>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496352>>.

BEGLEY, J.; FELTHA, G. A. An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, n. 2, p. 229-259, 1999.

BEGLEY, J.; FREEDMAN, R. The Changing Role of Accounting Numbers in Public Lending Agreements. *Accounting Horizon*, v. 18, n. 2, p. 81-96, 2004.

BEIRUTH, A. X. Transformação estrutural de *covenant* com a adoção das IFRS no Brasil. 2015. Tese (Doutorado em Ciências) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BENEISH, M. D.; PRESS, E. G. Costs of technical violation of accounting-based debt *covenant*. *Accounting Review*, p. 233-257, 1993.

BERLE, A; MEANS, G. The Modern Corporation and private property. New York: Harcourt, Brace & World, [1932], 1968.

BERLIN, M.; MESTER, L. J. Debt *covenant* and renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*, v. 2, n. 2, p. 95-133, 1992.

BEUREN, I. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

BILLET, M. T.; KING, T. H.; MAUER, D. C. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and *covenant*. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 2, p. 697-730, 2007.

BORGES, L. X. *Covenant*: Instrumento de garantia em Project Finance. *Revista BNDES*. Rio de Janeiro, v. 11, 1999. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df>. Acesso em: 14 jul. 2017.

BRADLEY, M.; ROBERTS, M. The structure and pricing of debt *covenant*. *Quarterly Journal of Finance*, v. 05. Disponível em: <www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/S2010139215500019>. Acesso em: 10 jun. 2018.

CHEN, K. C.; WEI, K. J. Creditors decisions to waive violations of accounting based *covenants*. *Accounting Review*, v. 68, n. 2, p. 218-232, 1993.

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

COTTER, J. Utilization and restrictiveness of *covenant* in Australian private debt contracts. *Accounting & Finance*, v. 38, n. 2, p. 181-196, 1998.

DAY, J. F. S.; TAYLOR, P. J. Evidence on the practices of UK bankers in contracting for medium-term debt. *Journal of International Banking Law*, v. 10, p. 394-394, 1995.

_____. Bankers Perspectives on the Role of *Covenants* in Debt Contracts. *Journal of International Banking Law*, p. 201-205, May 1996.

_____. The role of debt contracts and debt *covenant* in corporate governance: reflections on evolution and innovation. *Accounting and Regulation*, Springer New York, p. 161-190, 2014.

_____. The role of debt contracts in UK corporate governance. *Journal of management and governance*, v. 2, n. 2, p. 171-190, 1998.

DEMERJIAN, P. R. Accounting standards and debt *covenant*: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet *covenant*? *Journal of Accounting and Economics*, v. 52, n. 2, p. 178-202, 2011.

_____. *Financial Covenant and Credit Risk, and the Resolution of Uncertainty*. *Emory University Working paper*, 2010.

_____. *Uncertainty and debt covenants*. 2016. Disponível em: <<https://accounting.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/10/Demerjian.pdf>>. Acesso em: 19 maio 2018.

DENIS, D. J.; WANG, J. Debt *covenant* renegotiations and creditor control rights. *Journal of Financial Economics*, forthcoming, 2014.

DICHEV, I. D.; SKINNER, D. J. Large-sample evidence on the debt *covenant* hypothesis. *Journal of Accounting Research*, v. 4, n. 4, p. 1091-1123, 2002.

DOING BUSINESS International Bank for Reconstruction and Development. Disponível em: <doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2018.

FROST, C. A.; BERNAND, V. L. The role of debt *covenant* in assessing the economic consequences of limiting capitalization of exploration costs. *The Accountig Review*, n. 4, Oct. 1989.

GARLEANU, N.; ZWIEBEL, J. Design and renegotiation of debt *covenant*. *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, p. 749-781, 2008.

GLASER, B. G.; STRAUSS, A. L. *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. New York: Aldine, 1967.

GOPALAKRISHMAN, V.; PARKASH, M. Borrower and lender perceptions of accounting information. *Accounting Horizons*, v. 9, n. 13, 1995.

GORTON, G.; KAHN, J. The design of bank loan contracts. *The Review of Financial Studies*, v. 13, n. 2, p. 331-364, 2000.

GUAY, W. R. Conservative financial reporting, debt *covenants*, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics*, v. 45, n. 2, p. 175-180, 2008.

HART, O.; MOORE, J. Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica*, v. 56, p. 755-85, 1988.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R. G.; ALCHIAN, A. A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *The Journal of Law and Economics*, v. 21, p. 297-326, Oct. 1978.

KOCHIYAMA, T.; NAKAMURA, R. *Role, Structure, and Determinants of Debt Covenants: Evidence from Japan*. 2014. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10086/26960>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

KRIPPENDORFF, K. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. 3. ed. Los Angeles, CA: Sage Publications. Krüger, L. P., 2012.

LEFTWICH, R. Accounting information in private markets: Evidence from private lending agreements. *Accounting Review*, p. 23-42, 1983.

LEUZ, C.; DELLER D.; STUBENRAT, M. An International Comparison of Accounting-Based Payout Restrictions in the United States, United Kingdom, and Germany. *Accounting and Business Research*, v. 28, n. 2, p. 111-129, 1998.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2009.

MATHER, P.; PEIRSON, G. Financial *covenant* in the markets for public and private debt. *Accounting & Finance*, v. 46, n. 2, p. 285-307, 2006.

MATRI, D. *Covenants and third-party creditors*. Springer International Publishing AG. 2017. ISBN 978-3-319-62035-0.

MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M.; SALDANÃ, J. *Qualitative data analysis: A Methods Sourcebook*. Sage Publications, 2013.

MILLER, D. P.; REISEL, N. *Do Country-Level Investor Protections Impact Security-Level Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants*. 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1333408>. Acesso em: 15 jun. 2018.

MOIR, L.; SUDARSANAM, S. Determinants of financial *covenant* and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. *Accounting and Business Research*, v. 37, n. 2, p. 151-166, 2007.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, p. 147-75, 1977.

NASH, R. C.; NETTER, J. M.; POULSEN, A. B. Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenant. *Journal of Corporate Finance*, v. 9, n. 2, p. 201-232, 2003.

NIYAMA, J. K.; OLIVEIRA, A. L. *Contabilidade de Instituições Financeiras*. São Paulo: Atlas, 2000.

PERIN, M. S.; GLITZ, F. E. *Covenant* em contratos de financiamento de longo prazo: Uma Perspectiva Jurídica. *Rjlb*, Lisboa, n. 1, p. 1375-1393, 2015. Disponível em: <http://www.fredericoglitz.adv.br/biblioteca_detalhe/114/covenant-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica>. Acesso em: 10 ago. 2017.

QI, Y.; ROTH, L.; WALD, J. K. How Legal Environments Affect the Use of Bond Covenants. *Journal of International Business Studies*, v. 42, n. 2, p. 235-262, 2011.

QI, Y.; WALD, J. K. State Laws and Debt Covenants. *Journal of Law and Economics*, v. 51, n. 2, p. 179-208, 2008.

RAJAN, R.; WINTON, A. *Covenant* and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 4, p. 1113-1146, 1995.

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

ROBERTS, M. R. The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting. *Journal of Financial Economics*, forthcoming, 2014.

ROBERTS, M. R.; SUFI, A. Renegotiation of financial contracts: evidence from private credit agreements. *Journal of Financial Economics*, v. 93, n. 2, p. 159-184, 2009.

SAAVEDRA, D. *Renegotiation and the Choice of Covenants in Debt Contracts*. Massachusetts Institute of Technology, 2014.

SILVA, A. H. C. *Escolha de Práticas Contábeis no Brasil: Uma Análise sob a Ótica da Hipótese dos Covenant Contábeis*. 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SMITH, C. W.; WARNER, J. B. On financial contracting: An analysis of bond covenant. *Journal of Financial Economics*, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

STOKES, D.; LEONG, T. K. Restrictive covenants and accounting information in the market for convertible notes: further evidence. *Accounting & Finance*, v. 28, n. 1, p. 57-53, 1988.

TAYLOR, P. What do we know about the role of financial reporting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, v. 43, n. 4, p. 386-417, 2013.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive accounting theory*, Prentice-Hall Inc., 1986. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=928677>>.

WHITTRED, G.; ZIMMER, I. Accounting information in the market for debt. *Accounting and Finance*, v. 26, n. 2, p. 19, 1986.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, p. 233-261, Oct. 1979.

APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO SEMIESTRUTURADO

1. Baseado em sua experiência, poderia descrever como se dá o processo de inclusão dos *covenants* nos contratos de empréstimos?
2. Explique em detalhes como as incertezas acerca do negócio do devedor, da situação econômica do país ou da falta de conhecimento profundo acerca do ramo de atividade do devedor interfere na inclusão e/ou definição dos *covenants* nos contratos de dívida.
3. Descreva o processo de monitoramento dos *covenants* e quando da violação destes.
4. Como você analisa o papel dos *covenants* nos contratos de dívida?
5. Como você analisa o papel dos *covenants* nas renegociações de dívida?

APÊNDICE B – DIMENSÕES E SUBDIMENSÕES DO PAPEL DOS COVENANTS

Constructo	Dimensões (D) e Subdimensões (S)	Definição	Referências
Papel dos <i>covenants</i> contábeis	RECEBIMENTO DA DÍVIDA ANTECIPADAMENTE	D Nos contratos de dívida, a cláusula de default é utilizada quando há a violação dos <i>covenants</i> . Neste caso, o credor tem o direito de solicitar o pagamento integral da dívida antecipadamente ao vencimento original.	Demerjian (2011)
	GATILHO DE RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA	D Quando os <i>covenants</i> são violados, o credor tem o direito de solicitar o pagamento antecipado. Contudo, esta prerrogativa quase nunca é utilizada e é aberta a renegociação do contrato de dívida, com o credor em posição de vantagem.	Christensen e Nikolaeve (2012), Demerjian (2016), Guay (2008), Berlin e Mester (1992), Rajan e Winton (1995), Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2009)
	INCERTEZAS QUANTO AO FUTURO	SD A impossibilidade de prever todos os acontecimentos, que podem ocorrer durante o contrato de dívida, faz com que os <i>covenants</i> apresentem importante papel nos contratos de dívida, diante da cláusula de vencimento antecipado, o credor passa a ter o controle do contrato, quanto à situação econômica do devedor. Neste ponto, o credor é capaz de restabelecer condições impossíveis de prever <i>ex-ante</i> .	Christensen e Nikolaeve (2012), Demerjian (2016), Guay (2008), Saavedra (2014)
	CONTROLE DO CONTRATO	SD O controle do contrato de dívida, no momento da piora da situação econômica, permite o credor renegociá-lo em posição de vantagem ao devedor.	Christensen e Nikolaeve (2012), Demerjian (2016), Guay (2008), Berlin e Mester (1992), Rajan e Winton (1995), Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2009)

RENEGOCIAÇÃO DO CONTRATO	SD	Com o controle do contrato, é possível o devedor fazer a renegociação do contrato. Há várias possibilidades, desde aumento de custo da operação, incremento das garantias, restabelecimento dos <i>covenants</i> e até mesmo o perdão da violação das cláusulas.	Christensen e Nikolaeve (2012), Demerjian (2016), Guay (2008), Berlin e Mester (1992), Rajan e Winton (1995), Gorton e Kahn (2000) e Garleanu e Zwiebel (2009), Silva (2008), Beneish e Press (1993)
WAIVER FEE	SD	Uma das possibilidades de renegociação é a cobrança de uma taxa, que tem como propósito recompor a remuneração do credor em face do aumento do risco da operação.	Perin e Glitz (2015), Silva (2008)
MONITORAMENTO DO DEVEDOR	D	Os <i>covenants</i> contábeis são medidos pelo devedor e apresentados ao credor periodicamente. Assim, estas cláusulas possuem um baixo custo de monitoramento e permitem o credor acompanhar de perto a situação financeira do devedor periodicamente.	Beiruth (2015), Silva (2008), Demerjian (2016)
COMPROMETIMENTO DO DEVEDOR	SD	As consequências para o devedor, quando este viola as cláusulas de <i>covenants</i> , podem ser custosas. Assim, o devedor faz um policiamento dele mesmo para que evite esta violação.	Gopalakrishman e Parkash (1995), Beneish e Press (1993)
MONITORAMENTO	SD	O monitoramento permite que o credor observe se o previsto <i>ex-ante</i> do contrato está em linha com o que ocorre no decorrer do contrato.	Beiruth (2015), Silva (2008)
PREVISÃO DE PIORA DA SITUAÇÃO ECOFINANCEIRA	SD	O monitoramento traz informações importantes para o credor, no sentido de prever o que pode acontecer em um futuro próximo, com as condições de contrato. Por exemplo, prever que a quebra do <i>covenant</i> pode ocorrer na próxima medição.	Demerjian (2016)
PERIODICIDADE DO MONITORAMENTO	SD	Os <i>covenants</i> são medidos periodicamente. Esta periodicidade depende do tipo de contrato, porte do devedor, entre outros.	Silva (2008)

	RESTRIÇÃO DAS AÇÕES DO DEVEDOR	D	A teoria da agência prevê que o devedor pode expropriar os direitos do credor tomando decisões que não interessam ao credor.	Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976), Guay (2008), Beiruth (2015), Christensen e Nikolaeva (2012)
	ALAVANCAGEM	SD	A expropriação do direito do credor pode ocorrer em decorrência do aumento do grau de endividamento, fazendo crescer os riscos de insolvência.	Smith e Warner (1979), Jensen e Mckling (1976 e Myers (1977)
	INVESTIMENTOS	SD	Quando os administradores são desencorajados a fazer novos investimentos, se notarem que o benefício deste pode ir para o credor.	Smith e Warner (1979), Jensen e Mckling (1976 e Myers (1977)
	DIVIDENDOS	SD	O pagamento excessivo de dividendos pode reduzir os ativos e esvaziar a capacidade de pagamento do empréstimo.	Smith e Warner (1979), Jensen e Mckling (1976 e Myers (1977)
	UTILIZAÇÃO DOS RECURSOS	SD	Os recursos podem ser utilizados para um fim diferente daquele apresentado ao credor, aumentando o risco de não pagamento do empréstimo.	Smith e Warner (1979), Jensen e Mckling (1976 e Myers (1977)
Covenants contábeis mais utilizados	COVENANTS CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS	D	Os <i>covenants</i> contábeis utilizados podem variar com o tipo de contrato, prazo e condição do devedor.	Cotter (1998), Skinner e Dichev (2002), Silva (2008)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018)

**APÊNDICE C – MAPA DE CODIFICAÇÃO UTILIZADO PARA ANÁLISE DE
CONTÉUDO DAS ENTREVISTAS**

CÓDIGO PRINCIPAL: PAPEL DOS COVENANTS CONTÁBEIS	ABREVIÇÃO: PCC
CATEGORIA: RECEBIMENTO DA DÍVIDA ANTECIPADAMENTE	PCC-RDA
PCC-RDA: ANTECIPAÇÃO DO RECEBIMENTO DA DÍVIDA	PCC-RDA-ANT
CATEGORIA: GATILHO DE RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA	PCC-REN
PCC-REN: INCERTEZAS QUANTO AO FUTURO	PCC-REN-INC
PCC-REN: CONTROLE DO CONTRATO	PCC-REN-COM
PCC-REN: RENEGOCIAÇÃO	PCC-REN-NEG
PCC-REN: WAIVER FEE	PCC-REN-WFE
CATEGORIA: MONITORAMENTO DO DEVEDOR	PCC-MON
PCC-MON: COMPROMETIMENTO DO DEVEDOR	PCC-MON-COM
PCC-MON: MONITORAMENTO	PCC-MON-MON
PCC-MON: PERIODICIDADE DO MONITORAMENTO	PCC-MON-PER
PCC-MON: PREVISÃO DE PIORA DA SITUAÇÃO ECOFINANCEIRA	PCC-MON-PRE
CATEGORIA: RESTRIÇÃO DAS AÇÕES DO DEVEDOR	PCC-RESCR
PCC-RESCR: ALAVANCAGEM	PCC-RESCR-ALA
PCC-RESCR: INVESTIMENTOS	PCC-RESCR-INV
PCC-RESCR: DIVIDENDOS	PCC-RESCR-DIV
PCC-RESCR: UTILIZAÇÃO DOS RECURSOS	PCC-RESCR-REC
Fonte: Baseado no modelo de Miles et al. (2013, p. 83)	
CÓDIGO PRINCIPAL: COVENANTS CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS	ABREVIÇÃO: CCU
CATEGORIA: COVENANTS CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS	CCU-COV
CCU-COV: COVENANTS CONTÁBEIS UTILIZADOS NOS CONTRATOS	CCU-COV-ULT
Fonte: Baseado no modelo de Miles et al. (2013, p. 83)	

**APÊNDICE D – E-MAIL CONVITE ENVIADO PELO AUTOR PARA O
RESPONDENTE PARTICIPANTE**

Prezado respondente,

Como explicitado em contato anterior, estou cursando o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie, para a obtenção do título de Mestre em Controladoria Empresarial, e gostaria de convidá-lo a participar do projeto de pesquisa: “Qual o papel dos *covenants* contábeis no Brasil sob a perspectiva do *Banker*”, que se propõe a identificar como são definidos, utilizados e para que servem os *covenants* contábeis nos contratos privados. A coleta de dados se dará por entrevista semiestruturada, pessoalmente ou por meio de telefone.

Tratam-se de entrevistas anônimas, sem a identificação na pesquisa do nome do entrevistado, empresa em que trabalha, cargo ou qualquer outra informação. Os dados colhidos têm a perspectiva da experiência acumulada do entrevistado, no segmento bancário, acerca do assunto e, não necessariamente, apenas na instituição em que trabalha atualmente, se for o caso.

Assim, desde já agradeço sua disponibilidade para participar da pesquisa.

Grato,

Mauro.