

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS**  
**ECONÔMICAS – FACE**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GLEICE SOUSA SIQUEIRA**

**CARACTERÍSTICAS DOS *COVENANTS* COM BASE NO ÍNDICE BOOK-TO-  
MARKET DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**Goiânia**  
**2018**

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR  
VERSÕES ELETRÔNICAS DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE  
GRADUAÇÃO NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DA UFG**

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional (RI/UFG), regulamentado pela Resolução CEPEC nº 1.204/2014, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9.610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

**1. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação (TCCG):**

Nome completo do autor: Gleice Sousa Siqueira

Título do trabalho: Características dos *covenants* com base no índice book-to-market das empresas brasileiras

**2. Informações de acesso ao documento:**

Concorda com a liberação total do documento  SIM  NÃO<sup>1</sup>

Havendo concordância com a disponibilização eletrônica, torna-se imprescindível o envio do(s) arquivo(s) em formato digital PDF do TCCG.

Gleice Sousa Siqueira  
Assinatura do(a) autor(a)<sup>2</sup>

Ciente e de acordo:

Camilla Magalhães  
Assinatura do(a) orientador(a)<sup>2</sup>

Data: 12 / 12 / 2018

<sup>1</sup> Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. A extensão deste prazo suscita justificativa junto à coordenação do curso. Os dados do documento não serão disponibilizados durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro;
- Publicação da dissertação/tese em livro.

<sup>2</sup> A assinatura deve ser escaneada.

**GLEICE SOUSA SIQUEIRA**

**CARACTERÍSTICAS DOS *COVENANTS* COM BASE NO ÍNDICE BOOK-TO-MARKET DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial ao título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr. Camila Araújo Machado

**Goiânia 2018**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Siqueira, Gleice Sousa

Características dos covenants com base no índice book-to-market das empresas brasileiras [manuscrito] / Gleice Sousa Siqueira. - 2018. 45 f.

Orientador: Profa. Dra. Camila Araújo Machado.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2018. Bibliografia. Apêndice.


1. Covenants. 2. Book-to-market. 3. Contratos de dívida. I. Machado, Camila Araújo, orient. II. Título.


CDU 657

GLEICE SOUSA SIQUEIRA

**CARACTERÍSTICAS DOS COVENANTS COM BASE NO ÍNDICE BOOK-TO-MARKET DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG), como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:

  
Prof.<sup>a</sup> Dra. Camila Araújo Machado – Orientador(a)  
Universidade Federal de Goiás (UFG)

  
Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo – Avaliador(a)  
Universidade Federal de Goiás (UFG)

  
Prof. Dr. Ilirio José Rech – Avaliador(a)  
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 06 de dezembro de 2018.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por me conceder o dom da vida, inteligência e capacidade para a realização deste trabalho.

Aos meus pais Maria da Conceição e Felipe, pelo amor e dedicação e por sempre me ensinarem o caminho do bem.

A minha filha, Angelina e ao meu companheiro, Renato, pelo carinho e compreensão nos momentos que me ausentei para elaboração deste trabalho.

A professora Dr. Camila Araujo Machado, pelo acompanhamento e atenção durante a realização deste trabalho.

A todos os professores do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Goiás, que muito contribuíram no amadurecimento e aprendizado.

A todos que de alguma maneira me apoiaram na conclusão dessa etapa da minha vida.

Agradeço a todos!

## RESUMO

O mercado de crédito fornece recursos (empréstimos/financiamentos) à empresas que buscam desenvolver seus projetos, e que por estratégia, preferem não comprometer seu capital de giro. Para garantir o recebimento desse capital os credores estabelecem nos contratos de dívida, cláusulas restritivas (*covenants*), as quais são baseadas em dados contábeis e em dados não contábeis. Diante disso buscou-se identificar os tipos de *covenants* existentes em empresas brasileiras com maior e menor índice book-to-market. Para compor a amostra foi feito o cálculo do índice book-to-market (valor contábil do PL/valor de mercado do PL) nas empresas listadas na BM&FBovespa nos anos de 2016 e 2017, em seguida esses indicadores foram separados em quartis, sendo que para o estudo foram consideradas as empresas do primeiro quartil (empresas com menor índice BM) e do quarto quartil (empresas com maior índice BM). A pesquisa apresentou caráter descritivo, com dados extraídos dos formulários de referência e das notas explicativas das empresas. Os resultados mostram que os credores são indiferentes ao nível de distanciamento entre o valor contábil do PL e o valor de mercado do PL no momento de estabelecer os *covenants* em seus contratos de dívidas. Além disso, o estudo identificou que tanto no quartil 1, quanto no quartil 4, as cláusulas restritivas contêm *covenants* financeiros e *covenants* não financeiros sendo que nas empresas pertencentes ao quartil 1 esse número de cláusulas é maior.

**Palavras-chave:** *Covenants*. Book-to-market. Contratos de dívida.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	9
1.1. OBJETIVOS .....	11
1.2. JUSTIFICATIVA .....	11
1.3. ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO.....	12
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	12
2.1. TEORIA DOS CONTRATOS.....	12
2.1.1. CONTRATOS DE DÍVIDA.....	14
2.2. COVENANTS .....	14
2.3. BOOK-TO-MARKET .....	16
3. METODOLOGIA .....	18
3.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	18
3.2. COLETA DOS DADOS .....	19
3.3. ORGANIZAÇÃO DOS DADOS .....	20
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	21
4.1. CLASSIFICAÇÃO DOS COVENATS EM FINANCEIROS E NÃO FINANCEIROS .....	21
4.2. <i>COVENANTS</i> FINANCEIROS.....	22
4.2.1. <i>COVENANTS</i> ASSOCIADOS AO BALANÇO PATRIMONIAL.....	24
4.2.2. <i>COVENANTS</i> ASSOCIADOS A DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO ....	25
4.2.3. <i>COVENANTS</i> HÍBRIDOS .....	26
4.3. <i>COVENANTS</i> NÃO FINANCEIROS .....	27
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	28
REFERÊNCIAS.....	30
APÊNDICE.....	33

## 1. INTRODUÇÃO

Com a constante necessidade de modernização, e a expansão dos negócios as empresas podem recorrer a empréstimos e financiamentos como estratégia de negócios, para dar continuidade em seus projetos. Para não comprometer seu Capital de Giro, as empresas recorrem ao mercado de créditos, buscando empréstimos/financiamentos menos onerosos e com taxas de juros menores.

Já o mercado de créditos fornece o recurso necessário em troca de uma remuneração em forma de juros. A partir dessa relação pode surgir um potencial conflito de interesses entre credor e devedor. As relações entre credor-devedor criam desafios para o credor em relação ao monitoramento das atividades do devedor. Em momentos que demandam maior atenção por parte do credor em relação ao devedor a contabilidade pode auxiliar a resolver problemas que podem surgir (MARTINEZ, 1998).

Partindo do pressuposto que o objetivo do devedor é angariar recursos para financiar suas atividades e novos projetos e o objetivo do credor é receber o principal acrescido dos juros, este deve analisar e acompanhar os índices e restrições estabelecidos nos contratos, objetivando o monitoramento da capacidade de pagamento das dívidas existentes por parte do devedor, evitando uma perda financeira futura ocasionada por um pedido de recuperação judicial ou de falência por parte da empresa devedora (BEIRUTH 2015). Sendo assim os credores buscam aperfeiçoar os contratos de dívida com cláusulas restritivas (*covenants*), impondo aos devedores obrigações e restrição de algumas ações, a fim de resguardar o seu direito de recebimento.

Silva (2008) destaca que os *covenants* representam uma garantia adicional aos credores além das garantias usuais dos contratos de dívida. Ainda segundo o autor, apesar de restringir as decisões dos administradores, se bem utilizados, os *covenants* podem reduzir o custo da dívida para o devedor e minimizar o risco de não recebimento dos recursos emprestados pelo credor.

Segundo Martinez (1998), as relações contratuais são um sistema de referência para a teoria do agenciamento e mediante esses contratos definem-se as relações entre partes interessadas. Segundo Pereira et al. (2013) a literatura sugere que a contabilidade assume papel de grande importância tanto nas cláusulas contratuais quanto no acompanhamento e controle dos mesmos. As práticas contábeis adotadas pela empresa podem influenciar o equilíbrio dessas relações.

A necessidade por informações tempestivas sobre as atividades da empresa, principalmente relacionado a eventos que afetam o fluxo de caixa da empresa, faz com que os credores tenham preferência por medidas mais conservadoras, independente da forma de reconhecimento e divulgação feita por parte do devedor. Em alguns casos, isto ocasiona uma diferença entre o valor contábil e o valor de mercado das empresas. As empresas de inovação, por exemplo, não podem ativar os gastos com pesquisas em seus balanços patrimoniais por questões culturais conservadoras e por força do Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1).

A diferença entre o valor contábil e o valor de mercado decorre, principalmente, dos critérios adotados na mensuração de valor, ou seja, enquanto o primeiro está condicionado a critérios de avaliação, o outro é baseado em expectativas de fluxo de caixa futuro da empresa (ALMEIDA; EID JR., 2010).

Uma das maneiras de se mensurar o afastamento entre o valor contábil e o valor de mercado das empresas é por meio do índice *book-to-market*, que calculando dividindo o valor contábil do patrimônio líquido pelo valor de mercado da empresa. O valor do patrimônio líquido menor que o valor de mercado, demonstra que o mercado atribui valor a empresa com mais rapidez que o patrimônio líquido incorpora boas notícias (LOPES, 2002).

As características do ambiente institucional brasileiro não estimulam a demanda por qualidade de informação contábil por parte dos usuários (BRITO, 2010). O autor comenta que no Brasil a principal fonte de financiamento para as empresas é o mercado de crédito bancário e não o mercado de capitais, devido ao alto custo para o compliance, à escassez de captação recursos de longo prazo e a concentração acionária.

Os bancos em geral têm acesso às informações restritas das empresas, por isso há uma menor preocupação com a qualidade das demonstrações contábeis disponibilizadas para o público (BRITO, 2010). Mas ainda sim utilizam dados contábeis para a formulação dos covenants nos contratos de dívida.

Estudos realizados no Brasil (ALMEIDA; EID JUNIOR, 2010; FIGARI et al., 2017; MUSSA et al., 2011) utilizam o índice *book-to-market*, para verificar o quanto desse distanciamento entre o valor contábil do patrimônio e o valor de mercado, pode ser explicado por questões de mensuração e se o índice é relevante para prever retorno de ativos.

Diante do exposto, é possível que os *covenants* e suas características tenham relação com a diferença entre o valor que o mercado atribui a empresa em relação ao valor que está na contabilidade. Assim o presente estudo estabelece o seguinte problema de pesquisa: Quais as características dos *covenants* baseadas no maior ou menor grau do índice *book-to-market* das empresas listadas na BM&FBovespa?

## 1.1. OBJETIVOS

O presente estudo tem como objetivo geral identificar os tipos de *covenants* associados aos diferentes níveis de índice book-to-market das empresas listadas na BM&FBovespa. Os objetivos específicos identificar as características dos *covenants* com relação ao book-to-market e analisar quais tipos de *covenants* estão relacionados ao baixo e alto índice book-to-market.

## 1.2. JUSTIFICATIVA

Os *covenants* estão cada vez mais presentes nos contratos de dívida no mercado de créditos brasileiro. Elaborados a partir de dados financeiros presente nas demonstrações contábeis, e medidas de gerência da empresa, os *covenants* tem-se mostrado útil para o credor, auxiliando no monitoramento dos riscos creditícios. Para o tomador de recursos o *covenant* ajuda a reduzir a taxa de juros, reduzindo o custo da dívida.

Os credores fornecem os recursos que as empresas necessitam, mas necessitam fazer o acompanhamento da saúde financeira da empresa, monitorando os indicadores financeiros e a utilização do recurso emprestado, a fim de saber se a empresa tomadora terá capacidade de realizar o pagamento.

Os credores se preocupam principalmente com o grau de endividamento e o capital de giro da empresa, quando estipula os *covenants*, a motivação para a realização deste estudo está em saber se o valor contábil do patrimônio da empresa em relação ao valor de mercado tem influência nas características dos *covenants*, ou seja, se alteram conforme os níveis do índice BTM.

À análise da associação das medidas financeiras e não financeiras baseadas no índice BTM permite identificar se esses elementos dos contratos, assim como suas características, podem ser um sinalizador de maior distanciamento ou aproximação entre o valor contábil do patrimônio líquido e o valor de mercado das empresas.

Segundo Beiruth (2015, p.23) “a escassez de estudos relativos a *covenants* no Brasil, mesmo com a relevância do mercado de crédito frente ao mercado de capitais é o fator preponderante para a realização do estudo”. Segundo o autor os contratos de créditos são objeto de estudo das ciências contábeis, ciências econômicas e do direito o que leva a interdisciplinaridade desse estudo, podendo contribuir para futuras pesquisas.

Sendo assim, essa pesquisa busca analisar se a maior/menor frequência do uso de *covenants* contábeis/não contábeis nos contratos de dívida está associada ao baixo ou alto índice BTM.

### 1.3. ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

Este estudo está dividido em capítulos: O primeiro capítulo apresenta a introdução; o segundo capítulo se trata do referencial teórico; o terceiro capítulo se refere à metodologia utilizada na pesquisa; o quarto capítulo demonstra as análises e resultados apurados; e o quinto e último capítulo apresenta as considerações finais.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. TEORIA DOS CONTRATOS

As Organizações são vistas de maneiras diferentes pelos seus usuários internos ou externos. Para cada um, o ponto de vista é diferente. Por exemplo, as firmas empresariais são empregadoras para os seus funcionários, clientes para os seus fornecedores, fornecedora para seus clientes, contribuintes para o Governo, entre outras (SUNDER,1997). Segundo o autor a definição mais difundida entre estudiosos é que uma organização é um conjunto de contratos formais ou informais entre os indivíduos ou outras organizações que tem interesse na empresa, como acionistas, gestores, fornecedores, clientes, governo entre outros.

Segundo Martinez (1998), as relações contratuais são um sistema de referência para a teoria do agenciamento e mediante esses contratos definem-se as relações entre partes. Os contratos firmados entre as partes são umas das formas de minimizar o conflito de agência que surge nas relações entre agente e principal. Para Sunder (1997), cada indivíduo na busca por atender aos seus interesses pode induzir tanto ao conflito quanto à cooperação. Sendo assim existe uma grande procura pelo acompanhamento do cumprimento dos contratos. A questão de observar e de julgar o comportamento dos agentes está entre os problemas fundamentais do agenciamento (MARTINEZ, 1998). As relações entre principal e agente criam desafios para o principal em relação ao monitoramento das atividades do agente. Em momentos que demandam maior atenção por parte do principal em relação ao agente a

contabilidade pode auxiliar a resolver problemas que podem surgir entre o agente e o principal (MARTINEZ, 1998). Segundo Pereira et al. (2013) a literatura sugere que a contabilidade assume papel de grande importância tanto nas cláusulas contratuais quanto no acompanhamento e controle dos mesmos.

Sunder (1997, p.5), argumenta que a contabilidade, como um sistema para implementação de contratos ou como um sistema de prestação de contas (*accountability*), deve funcionar efetivamente em um ambiente não somente de informação imperfeita, mas também de informação incompleta. Sob essa perspectiva Silva (2008), argumenta que os diversos contratos que determinam os direitos e obrigações das partes que se relacionam com as firmas podem usar dados contábeis como base para remunerar as partes.

De acordo com Sunder (1997, p. 7), “os sistemas de contabilidade e de controle são projetados para garantir que as forças centrífugas do conflito não superem o instinto cooperativo”. Ainda segundo o autor para se alcançar isso, são utilizadas cinco funções na implementação e na aplicação de conjuntos de contratos organizacionais:

- (1) mensurar as contribuições de cada um; (2) mensurar e pagar pelos direitos de cada participante. (3) relatar aos participantes a extensão do cumprimento dos contratos; (4) distribuir informação a potenciais participantes para manter a liquidez dos vários fatores de mercado dos quais a organização extrai os seus recursos; e (5) distribuir certas informações como conhecimento comum para ajudar a reduzir os custos de negociação dos contratos (SUNDER, 1997, p. 7).

Para diminuir o conflito entre o principal e o agente, o principal pode limitar as divergências de interesses por meio de incentivos adequados para o agente, incorrendo em custos de monitoramento (JENSEN: MECKLING, 1976). Os custos associados à contratação entre as partes são denominados de custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência como a soma das despesas de monitoramento por parte do principal (visando limitar as atividades irregulares do agente), despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente, e os custos residuais (diferença entre os custos e benefícios da contratação do agente). Silva (2008, p. 20) aponta que os custos de agência surgem principalmente da separação entre posse e controle dos recursos da empresa.

Uma das formas de contrato é derivada da escolha pela qual a empresa possui em se financiar recorrendo a empréstimos e financiamentos para diversificar a produção, para desenvolver novos projetos, para aumentar a produção, para modernizar as instalações ou para atender alguma necessidade da empresa, e naquele determinado momento não dispõe de capital próprio. Ao financiar as atividades da empresa com capital de terceiros, surge um potencial conflito de interesses entre acionistas e credores, uma vez que os acionistas sentem-

se incentivados a desviar recursos dos credores por meio de subinvestimento (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os contratos de dívida firmados entre credor e devedor são a garantia que o pagamento da dívida será executado, sendo assim os contratos de dívida servem para diminuir o conflito de interesses que pode surgir entre devedor e credor (NEIS, 2016). A fim de minimizar o risco de descumprimento dos contratos no mercado financeiro, foi criada pela instituição financeira uma condição chamada *Covenant*, que impõe ao agente tomador de recursos algumas restrições e deveres (PERIN E GLITZ, 2015 p. 1376).

### 2.1.1. CONTRATOS DE DÍVIDA

O objetivo dos contratos de dívida para as empresas é obter recursos para realizar suas atividades e para os credores é obter o retorno do capital acrescido dos juros advindos da operação financeira (BEIRUTH, 2015). Ainda segundo o autor o mercado de crédito é de grande importância para o financiamento das empresas, pois é dele que parte a maior parte dos recursos utilizados nas empresas, principalmente quando comparado com o mercado de capitais.

Uma das principais preocupações por parte dos credores é a incerteza quanto ao recebimento dos recursos por parte do devedor, pois podem surgir dificuldades financeiras para cumprir com o pagamento dos recursos tomados. Sendo assim, os credores acrescentam ao contrato de dívida cláusulas restritivas (*covenants*), impondo aos devedores obrigações e restrições de algumas ações, a fim de resguardar o seu direito ao recebimento.

Beiruth (2015) argumenta que mesmo com esse mecanismo de proteção, muitas empresas não conseguem honrar seus compromissos contratuais, mesmo estando sujeitas aos *covenants*. Existe ainda a possibilidade de formular cláusulas restritivas atreladas a dados contábeis a fim de proteger o interesse dos credores em detrimento aos interesses dos administradores e acionistas.

### 2.1.2. COVENANTS

A adoção das IFRS propiciou o estudo dos efeitos da implementação das normas de cláusulas restritivas nos contratos de dívida. Com o crescente uso de Cláusulas restritivas em contratos de dividas, o interesse na pesquisa dessa relação entre credor e devedor tem aumentado.

Perin e Glitz (2015, p. 1377) definem *covenants* como uma “cláusula pactuada entre o agente financiador e o tomador de crédito, de modo a se resguardar o credor em situações de possível inadimplemento ou de eventuais modificações estruturais por parte da tomadora dos recursos”. Beiruth (2015, p.25) evidencia que a importância da relação entre os *covenants* e contratos financeiros é pautada na tentativa de se evitar o não pagamento de dívidas ou até mesmo um pedido de recuperação judicial e posterior falência. Ainda segundo o autor as cláusulas restritivas impostas nos contratos financeiros são utilizadas como proteção ao credor, como garantia do cumprimento e do adimplemento do contrato, garantindo a continuidade de transações financeiras.

Para Borges (1999, p. 13), “o *covenant*, constitui em um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida”. Segundo o autor “eles consistem em obrigações civis ou comerciais acessórias, equiparando-se às obrigações de fazer e de não fazer, disciplinadas pelo código civil” (BORGES, 1999. p. 14). As obrigações de fazer, positivas, estão relacionadas a boas práticas de gestão administrativa eficiente, e as obrigações de não fazer, negativas, estão relacionados à restrição de certos atos por parte dos gestores da parte devedora.

Segundo Borges (1999) as cláusulas restritivas mais comuns em contratos de dívidas referem-se principalmente a três modalidades de preocupações básicas por parte do credor:

1. Grau de endividamento da empresa;
2. Restrição para contrair novas obrigações;
3. Manutenção do capital de Giro mínimo.

Em consonância a essas três preocupações, a fim de melhorar o contrato, são adicionadas obrigações adicionais, como por exemplo, manter a natureza do negócio, não efetuar mudança ou transferência do controle acionário, não efetuar fusão, incorporação, cisão, não antecipar pagamento de empréstimos e dividendos (BORGES, 1999, p. 13).

Mather e Peirson (2006) classificam os *covenants*, em dois grupos:

1. Contábeis (financeiros): São aqueles que utilizam dados contábeis numéricos, retirados principalmente das demonstrações contábeis;
2. Não contábeis (não financeiros): São aqueles que não utilizam dados contábeis.

Como exemplo de *covenants* contábeis, que utilizam formulas com dados numéricos ou indicadores contábeis têm se:

- Dívida líquida/EBITDA, menor ou igual a x;
- Índice de cobertura do serviço da dívida, maior ou igual a x;

- EBITDA/Despesas financeiras, maior ou igual a x.

Como exemplo de *covenants* não contábeis podemos citar restrições em relação a cisão, fusão, incorporação, instalar pedido de falência, recuperação judicial ou extrajudicial, mudanças no controle acionário.

Dentre as vantagens e desvantagens do uso dos *covenants*, Silva (2008, p.43) cita que:

A inclusão de *covenants* em títulos de dívida pode apresentar custos e benefícios para o acionista. Os custos são incorridos se os *covenants* proibirem os administradores de tomar ações que não maximizam o valor da empresa. Os benefícios surgem se os *covenants* proibirem o administrador de tomar ações oportunistas que reduzam o valor da empresa e induzam os administradores a não tomarem essas ações (SILVA, 2008).

Borges (1999) acrescenta como vantagem do uso dos *covenants*, o fato de que este pode ser utilizado em conjunto com as garantias tradicionais durante todo o prazo do contrato ou em parte dele. O autor destaca ainda que o credor deve utilizá-lo, cada vez mais, como uma ferramenta com foco voltado mais para a boa administração, que na integridade do patrimônio, gerando credibilidade para o cliente e sinalizando para o mercado a confiabilidade do empreendimento (BORGES, 1999, p.20).

O uso de cláusulas restritivas também diminui a flexibilidade operacional por parte dos administradores das empresas, conforme explica Beiruth (2015, p. 27). Segundo o autor o uso dessas cláusulas não permite que decisões operacionais, financeiras ou de investimentos que possam afetar negativamente o interesse dos credores sejam tomadas.

Quando a empresa não atende a alguma restrição ou indicador estipulado no contrato ocorre a violação do *covenant*. Borges (1999) argumenta que a lógica no uso dos *covenants* está pautada na garantia do recebimento da dívida por parte do credor, mediante pena de vencimento antecipado da dívida, após prazo acordado no contrato para que o devedor possa regularizar a situação das obrigações assumidas.

## 2.2. INDICE BOOK-TO-MARKET

Um índice adequado para medir a diferença entre o valor contábil da empresa e o seu valor atribuído pelo mercado está presente nos relatórios contábeis, o *book value* (valor contábil do patrimônio líquido) menor que *market value* (valor de mercado do patrimônio líquido), aponta que o mercado atribui valor a empresa com mais rapidez que o patrimônio líquido incorpora boas notícias (LOPES, 2002).

Essa diferença entre valor de mercado e valor contábil do patrimônio líquido das empresas pode ser mensurado pelo índice book-to-market. o índice BTM é um indicador

financeiro que mede o afastamento da avaliação dos ativos de uma empresa feita pela contabilidade e aquela feita pelo mercado (ALMEIDA; EID JR. 2010).

Baseados no índice BTM Almeida e Eid Jr. (2010) investigaram a hipótese de que a evolução do BTM, em termos de mudanças passadas no preço e valor patrimonial, contém informações sobre os fluxos de caixa futuros que pode ser utilizada para melhorar as estimativas de retornos esperados. Foi utilizada uma amostra de ações de empresas não financeiras de capital aberto listadas na BOVESPA. Os resultados encontrados não favorecem a hipótese e mostram que somente o BTM mais recente é relevante para se prever os retornos dos ativos.

Figari et al., (2017), buscaram explorar o impacto que a não ativação dos gastos com pesquisa representa no valor de mercado das empresas, com objetivo particular de verificar se estes gastos contribuíram significativamente para explicar a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio líquido das empresas brasileiras, medido pelo índice BM. A amostra foi composta por 42 empresas brasileiras de capital aberto para o período de 2010 a 2014. Por meio de análise cross-section, Os resultados evidenciaram que as variáveis inovação, tamanho e rentabilidade contribuíram para explicar o índice BM nas empresas analisadas.

Mussa et al., (2011), investigaram a regularidade no comportamento dos fatores de risco tamanho, índice BTM e momento, no mercado acionário brasileiro, em ambientes de i) alta e baixa do mercado acionário e ii) expansão e retração monetária. A amostra foi constituída por todas as ações listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BOVESPA, no período de junho de 1995 a junho de 2007, Os resultados indicaram evidências de uma importante influência exercida pelas condições do mercado acionário e pela política monetária sobre a regularidade do comportamento dos fatores de risco no mercado brasileiro.

Almeida e Eid Jr. (2010) comentam que o índice BTM é um indicador financeiro que mede o distanciamento entre a avaliação dos ativos de uma empresa feita pela contabilidade e aquela feita pelo mercado. Essa diferença entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa decorre, principalmente, dos métodos adotados de mensuração de valor (ou seja, o valor contábil está condicionado, entre outros fatores, a critérios objetivos de avaliação, enquanto o valor de mercado está baseado em expectativas de fluxos de caixa futuros da empresa). Tal condição pode afetar a decisão do credor em incluir ou estabelecer o covenant no contrato, pois para um BTM mais elevado o uso de covenants pode ser menor, já para empresas com BTM menor, o uso de uma maior quantidade de covenants deixa o credor mais

seguro, pois ele tem uma maior capacidade de monitoramento, diminuindo a probabilidade de uma violação dos *covenants* estabelecidos.

### 3. METODOLOGIA

De acordo com Lakatos e Marconi (2003, p. 155), a pesquisa é um procedimento formal, com método de pensamento reflexivo, que requer um tratamento científico e se constitui no caminho para conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais. As pesquisas podem ser classificadas segundo seus objetivos mais gerais e critérios adotados.

Gil (2002) cita que o objetivo das pesquisas descritivas é descrever as características de uma determinada população ou identificar possíveis relações entre variáveis. Essa pesquisa tem caráter descritivo, pois busca identificar as características dos *covenants* evidenciados pelas empresas listadas na BM&F Bovespa e verificar se essas características estão associadas a um maior ou menor grau do índice book-to-market.

Quanto aos procedimentos esta pesquisa é documental. Uma pesquisa documental vale-se de materiais que não recebem ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa Gil (2002). A técnica utilizada para a coleta de dados foi a análise de conteúdo, buscando nos formulários de referência das empresas as informações referentes ao item “Condições financeiras/patrimoniais” e na falta deste, buscou-se as informações nas notas explicativas das demonstrações financeiras no item empréstimos e/ou financiamentos e debêntures divulgados no site da BM&F Bovespa.

Quanto ao tipo de abordagem do problema a pesquisa se enquadra como quantitativa, pois utiliza a quantificação dos dados, tanto na coleta quanto no tratamento das informações.

#### 3.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA

O cálculo do BTM é um dos parâmetros norteadores deste trabalho, pois a amostra foi delimitada a partir do valor deste indicador. Para o cálculo do índice foi extraído do Banco de Dados Econômica® os valores de Patrimônio líquido consolidado e Valor de mercado consolidado de todas as empresas listadas na BM&FBovespa. Foram excluídos dessa população os bancos, as empresas financeiras e as empresas que não apresentaram valor para o Patrimônio Líquido e valor de mercado para os anos de 2016 e 2017. O cálculo foi realizado

no software EXCEL®, seguindo a equação utilizada por FIGARI et. al. (2017), que é apresentada a seguir:

$$BM = \frac{VC_{i,t}}{VM_{i,t}}$$

Em que:

$BM_{i,t}$  é o índice book-to-market;

$VC_{(i,t)}$  é o valor contábil do patrimônio líquido;

$VM_{(i,t)}$  é o valor de mercado do patrimônio líquido.

Para alcançar o objetivo da pesquisa os resultados do índice foram separados em quartis no software STATA®. Para compor a amostra desta pesquisa foram selecionadas as empresas presentes unicamente no primeiro e unicamente no quarto quartil, pois estes representam respectivamente os menores e os maiores valores para o índice book-to-market. O primeiro quartil apresentou uma amostra de 54 empresas para o ano de 2016 e 57 empresas para o ano de 2017 e o quarto quartil apresentou uma amostra de 53 empresas para o ano de 2016 e 56 empresas para o ano de 2017.

### 3.2. COLETA DOS DADOS

Após a definição das empresas pertencentes à amostra, os dados referentes aos *covenants* utilizados em seus contratos de empréstimos e financiamentos e debêntures foram obtidos através da análise de conteúdo dos formulários de referência e notas explicativas, ambos coletados no site da BM&FBovespa. A coleta ocorreu em 220 relatórios.

Os dados foram restritos às informações de empréstimos e/ou financiamentos e debêntures. Buscou-se no formulário de referência no item “10. Comentários dos diretores”, subitem “10.1- Condições financeiras/patrimoniais” Nesse subitem há um tópico (f) onde as companhias descrevem sobre os níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo: (i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes; (ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras; (iii) grau de subordinação entre as dívidas; e (iv) eventuais restrições impostas à Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de

ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário, bem como se a Companhia vem cumprindo essas restrições .

Na insuficiência de dados no formulário de referência, foram coletadas informações nas notas explicativas das demonstrações financeiras no item empréstimos e/ou financiamentos e debêntures, as informações sobre os *covenants* da empresa.

### 3.3. ORGANIZAÇÃO DOS DADOS

A seguir, a Tabela 1 mostra a composição da amostra da pesquisa após a coleta de dados. Conforme dados da tabela, o total de empresas para o ano de 2016 foi de 107 empresas e para o ano de 2017 de 113 empresas. Desse total foram eliminadas da amostra as empresas que relataram não possuir *covenants*, as que não relataram o uso dos *covenants*, as que não mencionaram os índices, as que não possuíam empréstimos e/ou financiamentos, as que mencionaram haver restrições apenas no estatuto social e as que estão em recuperação judicial. Após as eliminações chegou-se a uma amostra de 66 empresas no ano de 2016 e 70 empresas no ano de 2017.

**Tabela 1- Amostra da pesquisa**

	Q1 2016	Q42016	Q12017	Q42017
Empresas da pesquisa	54	53	57	56
(-) Não possuem <i>covenants</i>	(6)	(8)	(7)	(8)
(-) Não relataram uso de <i>covenants</i>	(3)	(4)	(4)	(7)
(-) Não menciona Índices	0	(4)	0	(2)
(-) Não possuem empréstimos/financiamentos	(6)	(7)	(4)	(5)
(-) Seguem regras estatutárias	(1)	(1)	(1)	(4)
(-) Em recuperação judicial	(1)	0	0	(1)
(=) Empresas que possuem <i>covenants</i>	37	29	41	29

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Em um segundo momento os *covenants* obtidos foram separados em financeiros e não financeiros. Pelo fato de em uma mesma empresa conter mais de um contrato de empréstimos/financiamentos, e mais de uma emissão de debêntures, os *covenants* repetidos foram considerados uma única vez. Por fim, os *covenants* com dados financeiros foram organizados conforme a demonstração financeira originária do *covenant*: Balanço Patrimonial ou Demonstração do Resultado do Exercício.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1. CLASSIFICAÇÃO DOS COVENANTS EM FINANCEIROS E NÃO FINANCEIROS

Dentre as empresas pertencentes a amostra, algumas podem conter apenas *covenants* financeiros e outras apenas *covenants* não financeiros.

A empresa Raia Drogasil, por exemplo, declara em seu formulário de referência (2016) que "A mensuração dos "*covenants*" é anual e, (...) A Companhia não possui contratos condicionados ao cumprimento de *covenants* não financeiros". A empresa Braskem informa em seu formulário de referência de 2017 que "Companhia não é parte de contratos de financiamento que estabelecem restrições em relação a limites para determinados indicadores ligados a capacidade de endividamento e de pagamento de juros. Entretanto, alguns dos contratos de financiamento celebrados pela Companhia contêm outras obrigações (...)". Percebe-se, portanto, que os contratos são elaborados de acordo com a necessidade do credor e podem conter tanto *covenants* financeiros e não financeiros, como apresentar apenas um tipo de *covenant*.

A tabela 2 demonstra a quantidade de empresas do 1º quartil (maior índice BTM) e 4º quartil (menor índice BTM) que divulgaram *covenants* financeiros e não financeiros.

**Tabela 2 – Quantidade de empresas com *covenants* financeiros e não financeiros**

	Qtd 2016				Qtd 2017			
	Q1	%	Q4	%	Q1	%	Q4	%
Empresas com <i>covenants</i>	37	56%	29	44%	41	58%	29	42%
Empresas que divulgaram somente <i>covenants</i> não financeiros	4	11%	5	17%	9	22%	6	21%
Empresas que divulgaram somente <i>covenants</i> financeiros	10	27%	10	35%	11	27%	11	38%
Empresas que divulgaram <i>covenants</i> financeiros e não financeiros	23	62%	14	48%	21	51%	12	41%

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Conforme a tabela 2, as empresas do quartil 4 apresentaram uma menor quantidade de *covenants* em relação ao quartil 1, 56% das empresas que relataram algum tipo de *covenant* no ano de 2016 estão no quartil 1, e 58% das empresas que relataram algum tipo de *covenant* no ano de 2017 estão no quartil 1. No ano de 2016, 62% das empresas do quartil 1 divulgaram *covenants* financeiros e não financeiros e no ano de 2017, 41 % das empresas do quartil 4 divulgaram *covenants* financeiros e não financeiros. Observa-se que a maioria das empresas possuem os dois tipos de *covenants* em seus contratos de dívida.

#### 4.2. COVENANTS FINANCEIROS

Com base nos dados coletados nos formulários de referência da amostra apenas 11% das empresas do quartil 1 e 17% das empresas do quartil 4 divulgaram que possuem somente covenants com dados não financeiros no ano de 2016. No ano de 2017, 27% das empresas do quartil 1 e 38% das empresas do quartil 4, divulgaram que possuem somente covenants com dados financeiros, ou seja, a maior parte dos contratos de empréstimos entre as empresas e credores, contém um mix de *covenants* financeiros e não financeiros, que dá mais segurança ao credor, e ajuda no monitoramento das ações do devedor. Os *covenants* contábeis financeiros utilizam dados contábeis em sua formulação, como valor absoluto ou como parte de um índice. Conforme estudos anteriores (BEIRUTH, 2015; SILVA, 2008; XAVIER, 2014), o índice mais utilizado nos contratos é a Dívida Líquida/EBITDA. Os índices contábeis utilizados nos *covenants* financeiros estão diretamente relacionados com as demonstrações financeiras.

A tabela 3 apresenta um resumo dos *covenants* separados pelo tipo de relatório contábil a qual o índice financeiro foi elaborado e a quantidade de vezes que as empresas divulgaram esses covenants nos quartis do índice BTM (quartil 1 e 4, respectivamente maior e menor índice BTM).

**Tabela 3 - Quantidade de *covenants* por tipo de relatório e grau de BTM**

Demonstração Contábil	2016		2017	
	Q1	Q4	Q1	Q4
Balanco Patrimonial unicamente	21	27	26	23
Demonstração do resultado unicamente	24	9	22	9
Híbridos	42	21	39	22
Total de covenants	87	57	87	54

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Conforme a tabela, os *covenants* híbridos foram os que apresentaram maior frequência sendo que no quartil 1, as empresas relataram o uso desse tipo de covenant 42 vezes em 2016 e 39 vezes em 2017, já no quartil 4 foram relatados o uso de covenants híbridos 21 vezes no ano de 2016 e 22 vezes em 2017. Os *covenants* de balanço foram relatados 21 vezes no quartil 1 e 27 vezes no quartil 4 no ano de 2016, já em 2017 foram relatados 26 vezes no quartil 1 e 23 vezes no quartil 4. Foram considerados como híbridos os *covenants* que contém contas de diferentes demonstrações financeiras no cálculo do índice, por exemplo, o índice Dívida Líquida/EBITDA, que apresenta uma conta de balanço e uma conta da DRE.

Observa-se que a quantidade de *covenants* no quartil 1 é maior que a quantidade de *covenants* do quartil 4. Isso demonstra que as empresas que tem o valor de mercado maior que o valor contábil do PL (quartil 1) possuem uma maior quantidade de *covenants* financeiros que as empresas que tem o valor de mercado maior que o valor contábil do PL.

As contas de balanço patrimonial são mais difíceis de serem ajustadas, mas conforme os resultados da Tabela 3, tanto para empresas do quartil 1 quanto para empresas do quartil 4 os *covenants* do balanço foram adotados nos indicadores visto a pequena diferença entre o quartil 1 e quartil 4, especialmente no ano de 2017. Ou seja, o tipo de mensuração para os ativos e passivos podem não afetar a relevância desses *covenants* para fins contratuais.

Já para os indicadores derivados da DRE foi observado que as empresas com menor índice BTM adotaram maior número de *covenants* baseado nos resultados, foram relatados *covenants* de DRE 24 vezes no quartil 1 no ano de 2016 e 22 vezes no ano de 2017. Tal fato deve-se em razão dos ajustes nas medidas de resultado serem mais facilmente aplicados, sendo assim, esses ajustes, quando adotados nas empresas com menor índice BTM podem ser um menor número e, igualmente, mais efetivos. Os *covenants* com indicadores híbridos foram os que apresentaram maior quantidade no quartil 1. Isso ocorre em função da grande parte dos indicadores adotados serem provenientes do resultado.

O total dos resultados indicou que o maior grau de índice BTM não necessariamente implica em menor adoção dos *covenants*. Isso pode indicar que os usuários que estabelecem os contratos, veem com maior risco as empresas com maior valor de mercado e maior intangibilidade, devido ao fato desse valor estar baseado em expectativas de fluxos de caixa futuros da empresa. As empresas que possuem maior valor contábil do patrimônio líquido (quartil 4), por adotarem métodos de reconhecimento e mensuração condicionados entre outros fatores a critérios objetivos de avaliação, não necessitariam de que seus contratos apresentassem maior número de cláusulas restritivas. Contudo, é possível que devido ao fato das empresas com menor grau de índice BTM terem seu valor baseado em expectativas de fluxos de caixa futuros, seja um indicativo de que a adoção de *covenants* para estas, sofram com possíveis violações, gerando custos com renegociações, ou ainda, em razão da necessidade de um maior número de ajustes a serem feitos, incorrerem em altos custos contratuais.

A tabela 4 mostra quais os *covenants* relacionados a demonstração financeira que foi utilizada para compor o índice foi mais utilizado no setor a qual a empresa pertence.

**Tabela 4 – Resumo Setor a qual as empresas pertencem e quantidade de covenants por relatório**

Setor	Covenants de BP				Covenants DRE				Covenants Híbridos			
	2016	%	2017	%	2016	%	2017	%	2016	%	2017	%
Bens Industriais	7	15%	9	19%	6	18%	2	6%	13	21%	11	18%
Consumo Cíclico	18	38%	22	45%	5	15%	11	36%	14	22%	17	28%
Consumo não Cíclico	0	0%	0	0%	1	3%	1	3%	3	5%	3	5%
Financeiro e Outros	5	10%	0	0%	5	15%	0	0%	5	8%	1	2%
Materiais Básicos	2	4%	2	4%	1	3%	2	6%	5	8%	4	7%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	4%	2	4%	1	3%	2	6%	1	2%	2	3%
Saúde	3	6%	2	4%	2	6%	3	10%	2	3%	5	8%
Tecnologia da Informação	3	6%	6	12%	3	9%	3	10%	4	6%	5	8%
Telecomunicações	1	2%	0	0%	1	3%	0	0%	1	2%	0	0%
Utilidade Pública	7	15%	6	12%	8	25%	7	23%	15	23%	13	21%
<b>Totais</b>	<b>48</b>		<b>49</b>		<b>33</b>		<b>31</b>		<b>63</b>		<b>61</b>	

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Observou-se, segundo a Tabela 4 que os segmentos que apresentaram maior quantidade de *covenants* foram os setores de Consumo Cíclico, Utilidade Pública e Bens Industriais. Sendo que as empresas do setor de Consumo Cíclico apresentaram 38% dos *covenants* de balanço no ano de 2016 e 45% no ano de 2017. As empresas deste setor estão mais sujeitas a sazonalidade e são dependentes de ciclos econômicos, assim costumam apresentar maior variação nas receitas e na expectativa de fluxo de caixa. Demonstrando que os credores utilizam mais *covenants* em contratos com empresas do consumo cíclico, por terem um maior nível de risco, e incertezas quanto aos resultados. O setor de utilidade pública aparece como o segundo setor com mais *covenants* financeiros, sendo que 25% dos *covenants* de DRE no ano de 2016 e 23% no ano de 2017 são de empresas desse setor. Possivelmente esse setor apresente uma grande quantidade de *covenants* em função de serem regulados por agências no país. O terceiro setor que apresentou mais *covenant* foi o setor de bens industriais, 21% de *covenants* híbridos no ano de 2016 e 18% em 2017. Esse é um setor que possui alta taxa de dívidas, possivelmente devido à projetos e expansão dos negócios estarem atrelados a contratos de financiamentos ou empréstimos para compra de seus ativos.

#### 4.2.1. COVENANTS ASSOCIADOS AO BALANÇO PATRIMONIAL

A tabela 5 apresenta os *covenants* que utilizaram unicamente dados do balanço patrimonial para compor o índice financeiro e qual a frequência desses *covenants* no quartil 1 e quartil 4 para os anos de 2016 e 2017.

Tabela 5 – Tipo de *Covenants* por quartil

<i>Covenants</i> de Balanço Patrimonial	2016			
	Q1	%	Q4	%
Ativo circulante/Passivo circulante	5	23%	1	4%
Divida líquida/Patrimônio líquido	0	0%	7	26%
Divida total líquida/Ativo total	2	10%	0	0%
Outros <i>Covenants</i> que aparecem uma vez	8	38%	18	66%
Passivo total/Ativo total	2	10%	0	0%
Patrimônio líquido/Ativo total	4	19%	1	4%
Total	21		27	
	2017			
Ativo circulante/Passivo circulante	7	27%	1	4%
Divida Líquida/Patrimônio líquido	1	4%	4	17%
Outros <i>Covenants</i> que aparecem uma vez	10	38%	14	61%
Passivo circulante/ Passivo não circulante	2	8%	1	4%
Patrimônio líquido/Ativo total	6	23%	3	14%
Total	26		23	

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Observa-se, de acordo com os resultados da Tabela 5 que a quantidade de *covenants* do balanço entre os anos de 2016 e 2017 das empresas com maior e menor índice BTM inverteu-se. Nota-se que a maior parte dos indicadores usados nos dois anos para as empresas com menor índice BTM foi o índice de liquidez corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante) representando 23% dos *covenants* no ano de 2016 e 27% no ano de 2017. Isso pode ser explicado em razão da escolha por medidas financeiras, a variação dos *covenants* provenientes do Balanço é maior para as empresas com maior índice BTM.

O patrimônio líquido/ativo foi um dos mais usados nas empresas com menor índice BTM, pressupõe-se que as empresas do quartil 1 podem adotar métodos de mensuração de valor baseado em expectativas de fluxos de caixa futuros. Nesse sentido, o valor do patrimônio líquido seria menor e mais próximo do valor residual da empresa no caso de sua descontinuidade. As empresas com maior índice BTM utilizam mais o indicador Dívida Líquida/Patrimônio Líquido.

#### 4.2.2. COVENANTS ASSOCIADOS A DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO

A tabela 6, apresenta os *covenants* relacionados a Demonstração do Resultado, sendo que esses são os *covenants* menos evidenciados pelas empresas.

**Tabela 6 – Tipo de Covenants por quartil**

<b>Covenants de Demonstração do Resultado do Exercício</b>	<b>2016</b>			
	Q1	%	Q4	%
EBITDA/Despesas Financeiras	9	37%	3	33%
EBITDA/Receita Operacional líquida	3	13%	0	0%
EBITDA/Resultado Financeiro	2	8%	2	22%
Outros <i>covenants</i> que aparecem uma vez	10	42%	4	45%
<b>Total</b>	<b>24</b>		<b>9</b>	
				<b>2017</b>
EBITDA Ajustado/Resultado Financeiro	1	4%	2	22%
EBITDA/Despesas Financeiras	11	50%	4	45%
EBITDA/Juros+Amortização	2	9%	0	0%
EBITDA/Receita Operacional Líquida	3	14%	0	0%
EBITDA/Resultado Financeiro	2	9%	2	22%
Outros <i>covenants</i> que aparecem uma vez	3	14%	1	11%
<b>Total</b>	<b>22</b>		<b>9</b>	

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Empresas que apresentaram menor índice BTM (quartil 1) utilizam mais os covenants da DRE que as empresas com maior índice BTM (quartil 4). Praticamente todos os indicadores utilizam o EBITDA no cálculo, sendo que o covenant mais utilizado foi o de cobertura de juros (EBITDA/Despesas Financeiras), 37% no quartil 1 em 2016 e 50% em 2017, no quartil 4 esse índice foi de 33% no ano de 2016 e 45% no ano de 2017. Os credores ao invés de ajustar o lucro, adotam o EBITDA nos contratos como medida mais próxima aos parâmetros financeiros com vistas a atender suas necessidades de monitoramento. Mesmo que esse indicador não seja considerado uma medida contábil ele é uma importante ferramenta na análise das origens dos resultados e auxilia os administradores e credores nas tomadas de decisões.

#### 4.2.3. COVENANTS HÍBRIDOS

A tabela 7 apresenta a quantidade de *covenants* híbridos relatados pelas empresas. Considerou-se como híbrido nessa pesquisa os *covenants* que apresentaram contas de balanço patrimonial e contas da demonstração do resultado para compor o indicador financeiro, como por exemplo, o indicador Dívida Líquida/EBITDA.

**Tabela 7– Tipo de Covenants por quartil**

<b>Covenants de Híbridos</b>	<b>2016</b>			
	Q1	%	Q4	%
Dívida Líquida/EBITDA	27	64%	12	57%
Dívida Total/EBITDA	2	5%	0	0%
EBITDA Ajustado/Juros	0	0%	2	10%
EBITDA/Serviço da Dívida	2	5%	0	0%
Índice de Cobertura do Serviço da Dívida	1	2%	2	10%
outros <i>covenants</i> que aparecem uma vez	10	24%	5	23%

Total	42		21	
		<b>2017</b>		
Divida Liquida/EBITDA	25	64%	13	59%
EBITDA/DESPESAS de Juros	0	0%	2	9%
EBITDA/Serviço da Divida	1	2%	2	9%
Geração de caixa/Divida bruta	3	8%	0	0%
outros <i>covenants</i> que aparecem uma vez	10	26%	5	23%
Total	39		22	

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2018)

Os *covenants* híbridos foram os mais utilizados pelas empresas sendo relatados 63 vezes no ano de 2016 e 61 vezes no ano de 2017. Nota-se que o índice híbrido é mais frequente nas empresas com menor índice BTM. Mais uma vez o EBITDA se destaca em seu uso para o cálculo dos indicadores. O covenant mais utilizado pelas empresas foi o de cobertura da dívida (Dívida Liquida/EBITDA), sendo relatado em 64% dos *covenants* híbridos no quartil 1 e 57% no quartil 4 no ano de 2016, em 2017 a Dívida Liquida/EBITDA representou 64% dos *covenants* do quartil 1 e 59% dos *covenants* do quartil 4 .

A dívida líquida considera os valores de dívidas menos o caixa e equivalentes de caixa, ou seja, essa medida é útil tanto para o q1 quanto para q4, pois considera o quanto há de dívidas após pagar com o valor disponível que a empresa possui. Sendo assim, esse indicador reduz a possibilidade de haver um índice muito alto de endividamento que possa ocasionar a violação de alguma cláusula restritiva nos contratos.

#### 4.3. COVENANTS NÃO FINANCEIROS

Os *covenants* não financeiros são os que não utilizam dados contábeis em sua formulação. Considerando a quantidade de *covenants* não financeiros e suas particularidades, estes foram organizados conforme descrito no formulário de referência das empresas no item f (iv): “eventuais restrições impostas à Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário...”.

No ano de 2016, 9 empresas divulgaram haver somente *covenants* não financeiros em seus contratos de empréstimos e financiamentos, sendo que 4 dessas empresas estão no quartil 1 e 5 no quartil 4. Em 2017, 15 empresas divulgaram haver somente *covenants* não financeiros em seus contratos de empréstimos e financiamentos, sendo que 9 dessas empresas estão no quartil 1 e 6 no quartil 4. A maioria das empresas utilizam tanto *covenants* financeiros com *covenants* não financeiros em seus contratos de dívida. Os *covenants*

relatados em ambos os quartis e nos dois anos estudados estão relacionados principalmente à reorganização societária, controle e propriedade, como por exemplo, restrições quanto à mudança de controle acionário e reestruturações societárias, redução do capital social, mudança do objeto social, emissão de debêntures, entre outros. Também foram relatadas restrições quanto a alienação de ativos ou propriedades; fusão, cisão, aquisição ou transferência de ativos. Foram relatados também restrições em relação descumprimento de obrigações pecuniárias ou não, inadimplemento de qualquer obrigação financeira perante quaisquer terceiros ou protesto de títulos contra a Companhia, descumprimento e/ou vencimento antecipado de qualquer contrato ou dívida, entre outras. Também foram relatadas restrições quanto a contratação de novas dívidas, a distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório, pagamento de juros sobre o capital próprio, resgate ou amortização de ações, além da apresentação de demonstrações financeiras com notas explicativas e com parecer de auditores. Foram apresentadas também outras restrições que podem ser específicas para cada tipo de contrato e para o setor a qual a empresa pertence.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou identificar os tipos de *covenants* associados ao maior e menor grau do índice book-to-market das empresas listadas na BM&FBovespa e verificar se existe associação entre os *covenants* e o grau do referido índice, analisando quais tipos de *covenants* estão relacionados ao baixo e alto grau do índice BTM.

Para compor a amostra foi calculado o índice dessas empresas para os anos de 2016 e 2017, dividindo o valor do patrimônio líquido da empresa pelo seu valor de mercado. O índice foi separado em quartis no Software Stata. No quartil 1 ficaram as empresas com menor índice BTM e no quartil 4, as empresas com maior índice BTM. A metodologia utilizada neste estudo foi a estatística descritiva.

As empresas com menor índice BTM (quartil 1) apresentaram maior quantidade de *covenants* financeiros e não financeiros, contrariando o resultado esperado: de que empresas com maior valor de mercado estariam sujeitas a uma menor quantidade de *covenants*, devido ao fato de que o mercado atribui ou não valor a empresa com mais rapidez do que o patrimônio absorve as boas e más notícias. Isso mostra que o credor inclui *covenants* nos contratos de empréstimos e financiamentos com as empresas, pois possui expectativa no

cumprimento dessas cláusulas, conferindo assim uma expectativa de maior eficiência dos contratos.

Conclui-se que independente dos métodos de mensuração de valor contábil adotada pelas empresas, os credores buscam proteção de seus próprios interesses e estabelecem contratos contendo cláusulas restritivas aumentando sua expectativa na continuidade das empresas e no cumprimento do pagamento por parte dos devedores.

Para estudos posteriores sugere-se delimitar a amostra a um segmento da BM&FBOVESPA e realizar a análise dos covenants utilizando outro método em conjunto com o índice BTM. Igualmente, demais estudos poderiam utilizar o estudo dos covenants comparado à outros atributos da qualidade da informação contábil, assim como fatores institucionais ou de características da dívida.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. R.; EID JR., W. Estimando o retorno das ações com decomposição do índice Book-to-Market: Evidências na Bovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 4, p. 417- 441, jul., 2010. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publication/262222596>>. Acesso em: 24 abr. 2018.
- ALMEIDA, J.; SARLO NETO, A.; BASTIANELLO, R.; MONEQUE, E. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM & F Bovespa . **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 58, p. 65-75, 1 abr. 2012
- ANTUNES, G. A.; MENDONÇA; M. M. de. Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2008, Salvador.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, n. 24, p. 3-37, 1997. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410197000141>>. Acesso em: 19 set. 2018.
- BEIRUTH, A. X. Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil. 2015. 127 p. Tese (doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- BORGES, L. F. X. *Covenants*: 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](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df)>. Acesso em: 24 set. 2017.
- BRITO, G. A. S. Conservadorismo e o custo do Crédito bancário no Brasil. 2010. Tese (Doutorado em controladoria e contabilidade: contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.12.2010.tde-16122010-230604. Acesso 05 set. 2018.
- COELHO, A. C. D. **Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados publicados no Brasil**. 2007. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. doi:10.11606T.12.2007.tde-20082007 – 142442. Acesso em: 18 set. 2018
- COTTER, J. Utilization and restrictiveness of *covenants* in Australian private debt *covenants*. *Accounting & Finance*, v. 38, n 2, o. 181-196, Nov. 1998. Disponível em: <[https://eprints.usq.edu.au/2539/1/Cotter\\_AF\\_v38n2\\_AV.pdf](https://eprints.usq.edu.au/2539/1/Cotter_AF_v38n2_AV.pdf)>. Acesso em: 01 out. 2017
- DEMERJIAN, P. R. (2014). *Uncertainty and Debt Covenants*. Working paper. Available at SSRN206673 Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2066731](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066731)>. Acesso em: 08 out 2017.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 33, n. 1, p.3-56, 1993. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5). Acesso em: 05 abr. 2018

FIGARI, A. K. P.; TORTOLI, J. P.; SILVA, W. A. M. da; AMBROZINI, M. A.. Relação entre gastos com pesquisa e índice book-to-market no Brasil. *CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, Monte Carmelo, v. 4, n. 2, p. 67-83, jul.-dez./2017. Disponível em <<http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/contabilometria/article/view/842/716>>. Acesso em: 27 mar. 2018.

FROST, C. A.; BERNAND, V. L. The role of debt *covenants* in assessing the economic consequences of limiting capitalization of exploration costs. *The Accounting Review*. v. LXIV, n 4, p. 788-808, Oct 1989. Disponível em:<<https://deepblue.lib.umich.edu/handle/2027.42/35404>>. Acesso em: 27 set. 2017.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

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.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LI, Xi. (2010). Accounting Conservatism and Cost of Capital: An International Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*. 42. 10.2139/ssrn. 1261971.

LOPES, A. B. A. **Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

MARTINEZ, A. L. Agency Theory na Pesquisa Contábil. In: Encontro Nacional da Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 22., Foz do Iguaçu (PR), 1998. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 1998.

MATHER, P.; PEIRSON, G. (2006). Financial *covenants* in the market for public and private debt. *Accounting & Finance*, (46), 285-307. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/4987354\\_Financial\\_covenants\\_in\\_the\\_markets\\_for\\_public\\_and\\_private\\_debt](https://www.researchgate.net/publication/4987354_Financial_covenants_in_the_markets_for_public_and_private_debt)>. Acesso em: 27 set. 2017.

MUSSA, A. et al. A influência das condições do mercado acionário e da política monetária no comportamento dos indicadores de risco tamanho, índice book-to-market e momento, no mercado acionário brasileiro. **Revista de Ciências da Administração**, Florianópolis, p. 152-172, abr. 2011. ISSN 2175-8077. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2011v13n29p152>>. Acesso em: 27 mar. 2018.

NEIS, D. W. **Análise dos Covenants nas empresas do Novo Mercado**: principais tipos e características. 51. Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016.

PEREIRA, A. G., et al. Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Auditoria: delineamentos para a discussão em Teoria da Contabilidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, [S.l.], n. 198, p. 78-93, jul. 2013. ISSN 2526-8414. Disponível em: <<http://rbc.cfc.org.br/index.php/rbc/article/view/1033>>. Acesso em: 24 set. 2017.

PERIN, M. S.; GLITZ, F. E. *COVENANTS* 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/Covenants-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica](http://www.fredericoglitz.adv.br/biblioteca_detalhe_/114/Covenants-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica)>. Acesso em: 24 set. 2017.

RUCH, G. W. & TAYLOR, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, v. 34, p. 17-38.

SANTOS, L.; COSTA, F. Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas Brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 48, p. 27-36, 1 dez. 2008.

SILVA, A. H. e C. **Escolha de Práticas Contábeis no Brasil: Uma Análise sob a ótica da hipótese dos *Covenants* contratuais**. 2008, 159f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009-120147/pt-br.php>>. Acesso em: 27 ago. 2017.

## APÊNDICES

**APÊNDICE A – COVENANTS FINANCEIROS RELATADOS UMA ÚNICA VEZ**

**APÊNDICE B – COVENANTS NÃO FINANCEIROS QUARTIL 1**

**APÊNDICE C – COVENANTS NÃO FINANCEIROS QUARTIL 4**

**APÊNDICE A – COVENANTS FINANCEIROS RELATADOS UMA ÚNICA VEZ**

<b>COVENANTS RELATADOS UMA ÚNICA VEZ</b>
<b>Quartil 1 2016 e 2017</b>
Ativo circulante+ adiantamentos diversos/passivo circulante
Ativo total-patrimônio líquido/ ativo total
Despesa financeira/EBITDA
Dívida bruta + arrendamento operacional a pagar durante esse período * 7 - caixa irrestrito em relação a ações
Divida bruta/EBITDA
Divida financeira líquida ajustada/EBITDA
Divida financeira líquida/EBITDA
Divida financeira total/EBITDA
Divida líquida ajustada/EBITDA
Divida líquida financeira/EBITDA ajustado
Divida líquida/divida líquida+ patrimônio líquido
Divida líquida/dividendos recebidos
Divida líquida/valor contábil da frota
Divida total/ patrimônio líquido
Divida total/ativo total
EBITDA ajustado/despesas Financeiras
EBITDA ajustado/divida bruta - caixa mínimo de 100 milhões
EBITDA consolidado/despesas financeiras consolidadas
EBITDA regulatório/despesas financeiras
EBITDA/juros+amortização
EBITDA/receita líquida
EBITDA/receita operacional
EBITDA/resultado financeiro consolidado
EBITDA/resultado financeiro líquido
EBITDA/ROL
EBITDA/serviço da divida
Empréstimos e financiamentos/ativo total
Exigível total/ativo total
Geração de fluxo caixa/serviço da divida ajustada
ICDS/ serviço da divida pago no referido período
Índice de capitalização própria
Índice de cobertura da divida/ serviço da divida
Lucro líquido/juros e amortização da divida
Passivo circulante+exigível a longo prazo/ativo total
Passivo circulante+exigível a longo prazo/patrimônio líquido
Passivo de financiamentos /EBITDA
Passivo não circulante/passivo total
Patrimônio líquido / patrimônio líquido + divida líquida
Patrimônio líquido /exigível total
Patrimônio líquido /passivo total
Resultado operacional antes dos juros e impostos/despesas juros

<b>Quartil 4 2016 e 2017</b>
(continuação)
CAPEX ajustado/EBITDA
Divida bruta/ativo tangível
Divida consolidada/divida consolidada+patrimônio líquido
Divida financeira liquida consolidada/EBITDA
Dívida líquida - divida com garantia real não deve exceder a 50% do patrimônio líquido
Dívida líquida - dívida SFH e FGTS / patrimônio líquido
Divida líquida + contas a pagar em relação a aquisição de imóveis e terrenos/patrimônio líquido
Dívida líquida + contas a pagar em relação à aquisição de imóveis e terrenos - dividas SFH/PL
Dívida líquida + terrenos a pagar – terrenos a receber – dívida SFH e FGTS /patrimônio líquido
Divida líquida consolidada/EBITDA consolidado
Divida líquida/ patrimônio líquido + participação dos acionistas não controladores
Divida líquida/EBITDA+ dividendos recebidos
Dívida total - dívida de projetos - disponibilidades/patrimônio líquido + participações de acionistas não controladores
Divida total líquida/passivo total
Divida total/EBITDA
Dividendos +JSCP/lucro líquido do exercício
EBITDA consolidado /despesas financeiras
EBITDA consolidado/despesas financeiras liquidas consolidadas
EBITDA-(IR+CSLL+variação do capital de giro)/serviço da divida do exercício
EBITDA/resultado financeiro líquido
Endividamento de curto prazo/ endividamento de longo prazo
Exigível total/ativo total
Geração de caixa/serviço da divida
Índice de cobertura do serviço da divida
Passivo circulante+exigível a longo prazo/ativo total
Patrimônio líquido consolidado/ativo total consolidado
Patrimônio líquido sofra redução de 20% ao fim de cada semestre
Total de contas a receber + estoques / dívida líquida - dívida de projetos
Total de recebíveis + estoque pronto / dívida líquida + terrenos a pagar - terrenos a receber + custos e despesas a apropriar de imóveis vendidos - dívida SFH e FGTS
Total de recebíveis + estoque pronto/dívida líquida - dívida SFH e FGTS
Total de recebíveis + imóveis a comercializar/ dívida líquida - financiamento a produção + imóveis a pagar + custos e despesas a apropriar
Total de recebíveis + receita a apropriar + total de estoques concluídos /dívida líquida + imóveis a pagar + custos a apropriar
Total de recebíveis+ estoques prontos/ divida Liquida- divida SFH e FGTS
Total dos recebíveis+ estoques/dívida Líquida +contas a pagar por conta aquisição de imóveis e terrenos + custo e despesas a apropriar relativo a construções

**APÊNDICE B – COVENANTS NÃO FINANCEIROS QUARTIL 1**

<b><i>Covenants não financeiros das empresas do quartil 1 nos anos de 2016 e 2017</i></b>	
<b>Empresas</b>	<b><i>Covenants não financeiros</i></b>
Anima (2017)	Limitações quanto à existência de ônus, penhor, hipoteca, encargo ou outros gravames ou direitos de garantia sobre receitas e patrimônio; Limitações quanto à capacidade de realizar reestruturações societárias e alienações de participações acionárias.
AES Elpa (2016/2017)	Restrições quanto a mudanças no controle societário.
AES Tiete E (2016/2017)	Restrições quanto a mudanças no controle societário.
Afluente T (2016)	Restrições quanto à alienação de ativos, transferência do controle acionário e transferência do controle do capital.
Ambev S/A (2016/2017)	Manutenção das propriedades e ativos; limitação para operações de aquisição, fusão, alienação ou disposição de ativos; não constituir garantias de novas dívidas; garantia de existência da empresa; divulgação dos relatórios financeiros.
Arezzo Co (2017)	Contratação de novas dívidas sem prévia anuência dos credores; sofram mudança de seu controle acionário, ou ocorra qualquer incorporação, fusão, cisão, transformação ou qualquer outro tipo de reorganização societária fora do grupo econômico a que pertencem; inclusão de disposições no Estatuto Social que exijam quórum especial para deliberação ou aprovação de matérias que limitem ou cerceiem o controle das empresas do grupo econômico pelos acionistas controladores.
Biotoscana (2017)	Restrição quanto a distribuição de dividendos do Grupo Biotoscana por um período de dois anos e meio após o desembolso; façam quaisquer empréstimos a quaisquer acionistas da Companhia ou suas afiliadas; mudar sua estrutura societária acima de 50%; emitir ações do capital social que tenham direito preferencial de pagamento.
Braskem (2017)	Restrição quanto a capacidade da Companhia e de suas subsidiárias de assumir garantias ou passar por processo de incorporação ou fusão com outras entidades; alterar seu controle acionário e alienar de outra forma seus ativos.
BRF AS (2016)	Não prestar garantias, não realizar fusão ou incorporação com outra entidade ou alienar ativos; restrições quanto a mudanças de controle ou capacidade dos acionistas; submeterem-se a mudanças ou emissão de debêntures.

Cia Hering (2017)	Aplicação de recurso em finalidade diversa daquela descrita no contrato; existência de sentença condenatória transitada em julgado em razão de práticas de atos, pela Companhia, que importem em trabalho infantil, trabalho escravo, crime contra o meio ambiente, e no caso de diplomação como Deputado(a) Federal ou Senador(a) de pessoa que exerça atividade remunerada na Companhia.
CCR SA. (2016/2017)	Restrição quanto a alienação de ativos; restrição quanto a extinção, liquidação, dissolução, pedido de auto falência, ou decretação de falência de controlada; restrição quanto ao termino antecipado de conceção de serviço público; apresentação de pedido de falência judicial ou extra judicial,decretação de falência, dissolução ou extinção da emissora; descumprimento de sentença julgada; não pagamento de valor ao banco relacionado a divida contratada; contratação de novas dividas que ultrapasse o índice de divida liquida/ebitda>2.5; pagamento de dividendos em valor superior ao mínimo obrigatório; redução do capital social; transformação do tipo societário; apresentar demonstrações financeiras com notas explicativas e com parecer de auditores
Celpa 92016)	Mudanças no controle da companhia ; reorganização societária e cross default.
Cielo (2016/2017)	Constituição de gravame ou ônus sobre as propriedades da companhia; transações acima de três anos em relação á venda e recompra de propriedades da companhia e subsidiárias, manutenção da existência da companhia e de seus ativos , restrição para contratação de novas dividas; restrição quanto a emissão de debêntures; Mudanças no controle da companhia , reorganizações societárias e cross default.
Cosern (2016/2017)	Sem prévia autorização do BNDES, não alienar nem onerar bens de seu ativo permanente, salvo quando se tratar de bens inservíveis ou obsoletos ou de bens que sejam substituídos por novos de idêntica finalidade. Não assumir novas dívidas sem prévia autorização do BNDES, exceto os empréstimos para atender aos negócios de gestão ordinária da Companhia; Não declarar ou pagar qualquer dividendo, autorizar ou efetuar qualquer outra distribuição, por conta de qualquer espécie de ações sejam novas ou de aumento de capital, exceto na hipótese de reavaliação do ativo, ou efetuar qualquer operação com referência a ditas ações, no caso de estar em atraso no cumprimento das obrigações previstas no contrato de financiamento; Não alterar o controle efetivo da emitente, direto ou indireto, ou ainda incorporação, fusão ou cisão da EMITENTE e/ou de qualquer AVALISTA sem a prévia concordância por escrito do Banco, salvo para operações ocorridas; O controle efetivo, direto ou indireto, da Beneficiária sofrer modificação após a contratação da operação, sem prévia e expressa autorização do BNDES.
CPFL Energia (2016)	Limitações relativas à possibilidade de venda ou garantia de ativos ou de realizar investimentos em terceiros; somente realizarem o pagamento de Dividendo e Juros sobre Capital Próprio, cujo somatório exceda o

	dividendo mínimo obrigatório previsto em lei após o cumprimento de todas as obrigações contratuais.
Cvc Brasil	Restrições quanto a venda, transferência, locação, transmissão ou disposição de qualquer parte de suas propriedades ou ativos, exceto nas hipóteses previstas no contrato; restrições quanto a realização de cisão, fusão ou incorporação, bem como transferência, venda, locação ou qualquer outra forma de disposição de toda ou parte de sua propriedade, bem como liquidação ou pedido de falência ou dissolução, exceto no caso de fusões, incorporações, vendas ou transferências de parte substancial de sua propriedade que ocorra nos termos previstos no contrato; descumprimento de qualquer obrigação pecuniária, não sanado no prazo de 1 (um) dia útil contado da data em que a obrigação se tornou exigível; Descumprimento de qualquer obrigação não pecuniária; inadimplemento de qualquer obrigação assumida em qualquer outro instrumento celebrado entre a Companhia e o credor; qualquer execução judicial seja movida em face da Companhia em valor igual ou superior a US\$10.000.000,00; descumprimento de qualquer obrigação de pagamento de principal ou juros assumida em qualquer outro endividamento contratado pela Companhia em montante igual ou superior a US\$ 5.000.000,0; mudança do controle acionário ou qualquer incorporação ou fusão, observadas as exceções previstas no Loan Agreement.
Energisa (2017)	Alienar ativos ou participações societárias detidas pela Companhia ou por suas controladas diretas ou indiretas; a Companhia não poderá contratar novas dívidas; sofrer desapropriação, confisco ou outra medida de qualquer autoridade governamental ou judiciária que implique perda de bens da Companhia e/ou de suas controladas diretas ou indiretas; a Companhia não poderá resgatar ou amortizar ações; pagar dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação no lucro estatutariamente prevista; reduzir o capital; a Companhia não poderá realizar incorporação, fusão ou cisão de qualquer controlada da Companhia; emitir debêntures e partes beneficiárias, sem a prévia anuência do BNDES.
Engie Brasil (2016/2017)	Não alienar ou onerar bens de seu ativo permanente; não assumir novas dívidas, observadas as ressalvas expressamente previstas nas disposições aplicáveis aos contratos do BNDE; não realizar amortização de ações; não distribuir dividendos superiores ao mínimo obrigatório, restrição quanto a emissão de debêntures; não conceder preferência a outros créditos: não emitir partes beneficiárias.
Estacio Part (2017)	Anuência em caso de pré-pagamento de dívidas de longo prazo; Cessão de recebíveis dados em garantia aos empréstimos firmados com o IFC; Proibição de concessão de garantias pela Companhia ou suas controladas a quaisquer dívidas; alteração do controle societário; Distribuição e pagamento de dividendos aos acionistas, apenas em hipóteses específicas.
Fleury (2016/2017)	Restrições quanto a efetivação ou formalização de garantias reais ou fidejussórias, restrições quanto à mudança, transferência ou cessão de controle societário ou acionário, incorporação, fusão ou cisão sem prévia anuência do credor.

Itautec (2017)	Exigem a manutenção do controle nacional do capital; notificação em caso de alteração do controle acionário; apresentação de licenças, medidas e ações destinadas a evitar ou corrigir danos ao meio ambiente, medidas quanto à segurança e medicina do trabalho.
JSL (2016)	Transformação da emissora em sociedade limitada; mudanças significativas no controle acionário da Companhia, tais como liquidação, dissolução, cisão, fusão, incorporação, alienação, ou reorganização societária envolvendo a Companhia, sem a prévia e expressa autorização dos debenturistas em AGD convocada com este fim; outros indicadores e ocorrências, que a critério dos bancos, possam caracterizar a diminuição da capacidade no cumprimento das obrigações assumidas e não pagamento, na data de vencimento original, ou vencimento antecipado, de quaisquer obrigações financeiras da Companhia decorrente de quaisquer operações de captação de recursos, no mercado local ou internacional.
Linx (2016/2017)	Restrições quanto a contrair empréstimos; concessão de empréstimos diretamente pela Companhia ou por suas empresas controladas; constituir garantias reais de qualquer espécie em operações com outros credores; constituir, direta ou indiretamente, ou adquirir participação societária em empresas no Brasil ou no exterior; restrição quanto à oneração, a qualquer título, de ação de sua propriedade, de emissão da Companhia; restrição quanto à venda, aquisição, incorporação, fusão, cisão de ativos.
Liq (2016)	Não alienar nem onerar bens do ativo permanente, exceto os bens obsoletos e inservíveis ou bens que sejam substituídos por novos de idêntica finalidade; Não conceder preferência a outros créditos; não assumir novas dívidas; não fazer amortização de ações, não emitir debêntures e partes beneficiárias.
Localiza (2016/2017)	Pedido ou decretação de falência por parte da Emissora ou de terceiros que não seja devidamente elidida no prazo legal; questões relacionadas à inadimplência; redução de capital da Localiza e/ou recompra de suas próprias ações para cancelamento; a incorporação, fusão ou cisão da Localiza.
Locamerica (20017)	Limitações à capacidade de vender, transferir ou dispor de qualquer outra forma de parte de nossos ativos; limitações a capacidade de contrair dívidas financeiras; limitações quanto à existência de ônus, penhor, hipoteca, encargo ou outros gravames ou direitos de garantia sobre receitas e patrimônio; capacidade de pagar dividendos e/ou juros sobre o capital próprio poderá ser restringida pela possibilidade de vencimento antecipado de dívidas; limitações quanto à capacidade de realizar reestruturações societárias e alienações de participações acionárias.
M.Diasbranco (2016/2017)	A Companhia não sofra protestos legítimos; não haja ações, demandas ou processos pendentes ou em vias de serem propostos em face da Companhia; inadimplemento de qualquer obrigação financeira perante a quaisquer

	terceiros ou protesto de títulos contra a Companhia; alteração ou modificação da composição do capital social e do objeto social da Companhia; a incorporação, cisão ou fusão da Companhia; a transferência ou cessão, direta ou indireta, de controle societário da Companhia; pedido de decretação de falência da Companhia não elidido no prazo legal.
Magaz Luiza (2016/2017)	Distribuição de dividendos, pagamento de juros sobre o capital próprio ou a realização de quaisquer outros pagamentos a seus acionistas, caso a Emissora esteja em mora com qualquer de suas obrigações pecuniárias ou não pecuniárias relativas às Debêntures; apresentar balancetes trimestrais, durante a vigência das debêntures.
Marfrig (2016)	Alienação de ativos e/ou parte substancial dos ativos; oneração dos bens do ativo permanente; restrição a modificação do controle efetivo, direto ou indireto; alienação de controle da beneficiária dos créditos.
Metalfrio (2017)	Alienação de ativos essenciais e de valor relevante; mudança de controle acionário sem consentimento prévio.
Minerva (2016/2017)	A financiada aplicar os recursos do financiamento em fins diversos do pactuado ou em desacordo com o cronograma de desembolso; ocorrerem outras circunstâncias que, a juízo do FINEP, tornem inseguro ou impossível o cumprimento pela financiada das obrigações assumidas no contrato ou a realização dos objetivos para os quais foi concedido o financiamento; não conceder preferência a outros créditos; a sumir novas dívidas sem prévia autorização; limitação de divisão de dividendos; não fazer amortização de ações; não emitir debêntures; alteração do controle societário.
Multiplan (2016)	Restrições à alienação de ativos relevantes; restrições contratuais quanto a operações com partes relacionadas e alienações de ativos fora do curso normal de negócios; respeitar a legislação ambiental e manter em vigor as licenças necessárias para as suas operações; limites de endividamento e contratação de novas dívidas; restrições ao pagamento de dividendos acima do mínimo exigido por lei em situações de mora; restrições quanto a alienação de controle societário, reestruturações societárias e alteração material no seu objeto social; direito dos credores de proceder a inspeções e visitas das suas instalações; obrigação de apresentar aos credores demonstrações financeiras periodicamente; obrigação de manter-se em dia em relação a obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas.
Natura (2016/2017)	Não alienar ou onerar bens de seu ativo permanente; não conceder preferência a outros créditos; não assumir novas dívidas; não realizar amortização de ações; não emitir debêntures; não emitir partes beneficiárias.
Ourofino S/A (2016/2017)	Restrições quanto a mudança do controle societário.
Qualicorp (2016/2017)	Pedido de recuperação judicial e extrajudicial formulado pela Emissora; protesto legítimo de títulos; inadimplência de quaisquer dívidas; limites de

	<p>endividamento; distribuição de dividendos e/ou de juros sobre capital próprio, exceto os dividendos obrigatórios ; restrições quanto à mudança de controle e reestruturações societárias; alteração do objeto social; cisão, fusão, incorporação de ações ou qualquer outra forma de reorganização societária ; extinção, liquidação, pedido de falência não elidido no prazo legal; obrigação de apresentar aos credores demonstrações financeiras periodicamente; perda de licenças relevantes.</p>
Sid Nacional (2016)	<p>Não alienar ou onerar bens de seu ativo permanente; ser incorporada ou alienar a totalidade ou parcela substancial de seus ativos para terceiros; restrinja, de forma relevante, a capacidade da Companhia de cumprir suas obrigações previstas na Nota de Crédito à Exportação; assumir novas dívidas; conceder preferência a outros créditos; realizar amortização de ações: não distribuir dividendos extraordinários; emitir debêntures ou partes beneficiárias; não realizar, sem a autorização prévia e expressa do credor, alterações societárias relacionadas à fusão, cisão, liquidação, dissolução, incorporação ou qualquer outra forma de reorganização societária da Companhia, exceto se for mantido o controle acionário.</p>
Tegma (2017)	<p>Resgate ou amortização de ações; distribuição de dividendos; pagamento de juros sobre o capital próprio ou a realização de quaisquer outros pagamentos a seus acionistas; Haja alteração do atual controle acionário; liquidação, dissolução ou extinção da Companhia e/ou de quaisquer de suas Controladas Relevantes; transformação da Companhia em sociedade limitada; cancelamento do registro de Companhia aberta da Companhia perante a CVM.</p>
Totvs (2016/2017)	<p>Ocorra a redução do quadro de pessoal da Companhia, em função do projeto apresentado ao BNDES para obtenção do financiamento; restrições à capacidade de crescimento da Companhia ou ao seu desenvolvimento tecnológico; restrições de acesso da Companhia a novos mercados; Saída da Companhia do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo; Alienação de parte substancial dos ativos da emissora para terceiros; inadimplemento de qualquer obrigação assumida pela TOTVS perante o BNDES e suas subsidiárias; não pagamento das obrigações financeiras decorrentes desta operação; o controle efetivo da TOTVS sofra modificação após a contratação do financiamento; Pedido de recuperação judicial ou extrajudicial formulado pela Companhia; Dissolução e liquidação da Companhia; Mudança do objeto social da Companhia; redução do capital social da Companhia com restituição aos acionistas de parte do valor das ações ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas; Criação de ações resgatáveis pela Companhia; Transformação da empresa em sociedade; haja existência de sentença condenatória transitada em julgado em razão da prática de atos que importem em trabalho infantil, trabalho escravo ou crime contra o meio ambiente.</p>
Viavarejo (2017)	<p>Restrição quanto a mudança do controle acionário da Companhia.</p>

**APÊNDICE C – COVENANTS NÃO FINANCEIROS QUARTIL 4**

<b><i>Covenants não financeiros das empresas do quartil 4 nos anos de 2016 e 2017</i></b>	
<b>Empresas</b>	<b><i>Covenants não financeiros</i></b>
BR Propert (2017)	Inadimplemento, pela Emissora e/ou pela Outorgante, conforme o caso, de qualquer obrigação pecuniária relativa às debêntures.
Celpe (2017)	Restrições para a contratação de novas dívidas; restrições para pagamentos de proventos acima do mínimo legal; alterações societárias sem previa anuência.
Cemig (2017)	Alienação de ativos que comprometam o desenvolvimento de suas atividades; pagamento de dividendos, caso as empresas estejam inadimplentes, restringindo a alienação do controle acionário da Companhia; a emissão de títulos e valores mobiliários pode requerer a autorização prévia.
Copel (2016/2017)	Não alterar a participação acionária da Companhia no capital social das controladas que represente alteração de controle sem a prévia anuência.
Direcional (2016/2017)	Limitações à venda de parcela substancial dos ativos da Companhia; pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação no lucro; cisão, fusão ou incorporação da Companhia por outra sociedade; e quaisquer mudanças de controle societário, direto e/ou indireto; determinadas operações de redução de capital, a certas mudanças de objeto social.
Eletrobras (2017)	Conformidade com às licenças e autorizações necessárias; limitação à venda significativa de ativos; requisitos para alteração de controle societário; obrigação de entrega tempestiva de Demonstrações Financeiras Completas de acordo com a jurisdição brasileira.
Emae (2016/2017)	Vencimento antecipado do Contrato em caso de aplicação dos recursos do financiamento em finalidade diversa da prevista: restrições a sua capacidade de crescimento ou ao desenvolvimento tecnológico, ao acesso a novos mercados e à capacidade de pagamento das obrigações financeiras com o BNDES; Constituição de penhor ou gravames, alienação do controle societário.
Gafisa (2016/2017)	Alienação, desapropriação, confisco ou qualquer outra forma de disposição pela Companhia de ativos permanentes de valor equivalente conforme definidos nas escrituras e contratos e que possa afetar sua capacidade financeira; decretação de vencimento antecipado de quaisquer obrigações financeiras e dívidas da Companhia e/ou das suas Controladas Relevantes, no mercado local ou internacional; pagamento, pela Companhia, de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação nos lucros estatutariamente prevista, quando estiver em mora com as emissões vigentes na declaração do evento; pedido de qualquer plano de recuperação judicial ou extrajudicial a qualquer credor ou classe de credores, independentemente de

	ter sido requerida ou obtida homologação judicial do referido plano; ou ingressar em juízo com requerimento de recuperação judicial; ocorrência de alteração do controle acionário direto ou indireto da Emissora: alteração ou modificação do objeto social da Companhia; transformação da Companhia em sociedade limitada; redução de capital social da Companhia que resulte em capital social inferior a 95%.
Generalshopp (2016/2017)	Limitação de gravames aos ativos devendo manter a proporção de ativos não gravados/ dívida não securitizada em condições “pari pasu” as condições dadas a ativos gravados/ dívida securitizada; limitação das operações de venda e “lease-back” aos ativos atuais com prazo superior a três anos; limitação de transações com afiliadas, incorporação, fusão ou transferência de ativos.
Gerdau Met (2016/2017)	A controlada Gerdau S.A. e suas subsidiárias podem alienar ativos em garantia em contratos de financiamento desde que respeitem alguns critérios estipulados em contrato.
Habitasul (2016/2017)	Alteração do controle societário e redução do capital social.
Helbor (2016)	Obrigação de não pagar dividendos, salvo o disposto no artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações, nem qualquer outra participação estatutariamente prevista, se a Companhia estiver em mora relativamente ao pagamento de quaisquer valores devidos ao debenturista relativos às debêntures, cessando tal proibição tão logo seja purgada a mora.
Jereissati (2016)	Inadimplemento de quaisquer obrigações da Companhia e seus avalistas; Ocorrência, na Companhia ou seus avalistas, de protestos de títulos de valor individual ou agregado superior a 10% do valor do saldo devedor do empréstimo; existência de qualquer medida judicial, extrajudicial ou administrativa, que possa afetar as ações oferecidas como garantia; Não substituição de qualquer um dos avalistas que se encontrarem nas situações acima mencionadas; Transferência ou alteração, a qualquer título, do controle acionário da Companhia, que resulte na cessão de ativos ou participações societárias para acionistas estranhos ao atual quadro societário da Companhia; Aprovação de qualquer incorporação, fusão, cisão, transformação ou qualquer outra reorganização societária da Nanak.
JHSF Part (2016/2017)	Descumprimento de qualquer obrigação, pecuniária ou não, prevista na escritura de emissão das debêntures; anulação, nulidade, inexecutabilidade ou questionamento, judicial ou extrajudicial, pela Interviente Garantidora e/ou por seus acionistas da garantia fidejussória ora pactuada; Inadimplemento ou vencimento antecipado não sanado em prazo previsto de qualquer dívida da emissora, de valor igual ou superior a R\$30.000, sem a devida contestação e comprovação da obrigação; Protesto legítimo de títulos de valor igual ou superior a R\$10.000 sem devida resolução em até 5 (cinco) dias úteis. Alteração do objeto social mudando substancialmente as atividades praticadas atualmente.
	Ativos relevantes no todo ou em parcela substancial forem desapropriados,

Le Lis Blanc (2017)	confiscados ou de outra forma encampados ou a custódia ou controle de tais bens for assumida por qualquer pessoa ou órgão que atue ou pretenda atuar sob poderes emanados de qualquer governo; Alienação de ativos intangíveis, fixos e/ou imobilizados que correspondam, no mínimo de maneira individual ou agregada a 20% (vinte por cento) do EBITDA; se ocorrer a cassação da licença ambiental, quando aplicável, e de sentença condenatória transitada em julgado, em razão da prática, pela Companhia, de atos que importem em trabalho infantil, trabalho análogo ao escravo, proveito criminoso da prostituição ou danos ao meio ambiente; Atraso ou falta de pagamento de qualquer obrigação de qualquer valor devido nos termos do contrato; descumprimento e/ou vencimento antecipado de qualquer contrato ou dívida junto ao credor ou qualquer outra empresa do seu grupo econômico; qualquer declaração ou garantia prestada se revelar falsa e/ou incorreta em qualquer aspecto relevante; Resgate ou amortização de ações, distribuição de dividendos, pagamentos de juros sobre o capital próprio ou a realização de quaisquer outros pagamentos a seus acionistas, caso a Companhia esteja inadimplente com qualquer de suas obrigações pecuniárias ou não pecuniárias; se qualquer de suas controladas, diretas ou indiretas, formular pedido de recuperação judicial ou extrajudicial ou falência ou tiver requerida a sua falência ou insolvência; se ocorrer a aquisição do controle acionário da Companhia ou qualquer de suas controladas, diretas ou indiretas, sofrer mudança no seu controle acionário direto ou indireto, que possa caracterizar a diminuição de sua capacidade de cumprir suas obrigações assumidas ou das garantias prestadas; se houver liquidação, extinção e dissolução da Companhia ou de suas controladas, diretas ou indiretas; se houver redução do somatório de participações diretas e/ou indiretas de Marcelo Faria de Lima e Marcio da Rocha Camargo no capital social da Companhia dos atuais 40,90%.
Log-In (2016)	Não alienar nem onerar, sem prévia autorização do BNDES, bens de seu ativo permanente, salvo quando se tratar de bens inservíveis, ou obsoletos, ou bens que sejam substituídos por novos de idêntica finalidade; não conceder, sem prévia autorização do BNDES, preferência a outros créditos; nem assumir novas dívidas, com ressalvas; não fazer amortização de ações, resgate de qualquer valor mobiliário; não distribuir dividendos além do mínimo de 25% do lucro líquido ajustado, salvo anuência prévia do BNDES; redução do capital social; fusão, incorporação, cisão ou arrendamento da empresa ou do estabelecimento; não emitir debêntures e partes beneficiárias.
Mrs Logist (2016)	Restrição à alienação de ativos; Restrição ao pagamento de dividendos, juros sobre o capital próprio ou qualquer outra participação no lucro; rebaixamento da classificação de risco da Companhia.
Oi (2016)	Dar bens em garantia; vender ou dispor de ativos; incorrer em endividamento adicional; prestar garantias; realizar liquidação ou dissolução.
Positivo Tec (2016/2017)	Conceder preferência a outros créditos; assumir novas dívidas; realizar amortização de ações; emitir debêntures; emitir partes beneficiárias.

Renova (2016)	Limitações à capacidade de vender, transferir ou dispor de qualquer outra forma de parte de ativos; limitações à capacidade de contrair dívidas financeiras; limitações quanto à existência de ônus, penhor, hipoteca, encargo ou outros gravames ou direitos de garantia sobre receitas e patrimônio; limitação quanto ao pagamento de dividendos acima dos dividendos mínimos obrigatórios; limitações quanto à capacidade da Companhia de realizar reestruturações societárias e alienações de participações acionárias; limitações de mudança de controle ou de reorganização societária.
Rni (2016/2017)	Protestos de títulos contra a Emissora ou suas controladas cujo valor, individual ou em conjunto, seja superior a R\$ 5.000.000 (cinco milhões de reais); caso a classificação de risco (rating) originalmente atribuída a Emissora for rebaixada para um nível abaixo do equivalente a classificação "BBB+" pela Standard & Poor's ou pela Fitch Ratings, ou ainda seu equivalente pela Moody's; pagamento de dividendos, juros sobre o capital próprio ou qualquer outra participação no lucro prevista no Estatuto Social da Emissora, caso a Emissora esteja inadimplente com as obrigações pecuniárias descritas na Escritura de Emissão; Redução do capital social da Emissora em montante superior a 10%.
Saraiva Livr (2016)	A Controladora deverá apresentar anualmente até 30 de maio as demonstrações contábeis consolidadas auditadas.
Springs (2017)	Restrição quanto a venda de ativos; restrição para contratação de novas dívidas.
Tecnisa (2016)	Provarem-se falsas ou mostrar incorretas ou enganosas na data em que foram prestadas, quaisquer declarações ou garantias prestadas pela emissora em escritura de debêntures; transferência ou qualquer forma de cessão ou promessa das obrigações assumidas em escritura de debêntures a terceiros; classificação de risco for rebaixada para o equivalente abaixo de BBB+; distribuição de dividendos além do mínimo obrigatório; liquidação, dissolução, insolvência, pedido de autofalência, ou recuperação judicial ou extrajudicial; transformação da sociedade em sociedade limitada; redução do capital social sem prévia autorização dos debenturistas; alteração do controle acionário direto ou indireto; incorporação, cisão ou fusão sem a prévia anuência dos debenturistas; alteração do objeto social da empresa.
Tekno (2016)	Não realizar fusão, cisão ou incorporação sem a prévia anuência dos debenturistas.
Terra Santa (2017)	Manutenção da participação societária dos principais acionistas.