

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

Mauro De Freitas Torello - UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Ronaldo Gomes Dultra-de-lima - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Octavio Ribeiro De Mendonça Neto - Universidade Presbiteriana Mackenzie

José Carlos Tiomatsu Oyadamari - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo trazer, através da percepção do Banker, qual o principal papel dos covenants contábeis no Brasil nos contratos privados de dívida. Secundariamente, os achados trazem outros importantes papéis desempenhados pelos covenants contábeis e suas características. Design/Methodologia/Abordagem: Trata-se de uma pesquisa exploratória, qualitativa que obteve os dados analisados através de dez entrevistas semiestruturadas individuais com os Bankers, as questões foram direcionadas aos participantes, gravadas, transcritas, codificadas conforme sua classificação e posteriormente analisadas. Resultados: Foi observado que o principal papel dos covenants contábeis, com maior número de menções pelos entrevistados, foi o da categoria de utilização destas cláusulas como um gatilho de renegociação nos casos de quebra dos covenants e mais especificamente na utilização deste para a recomposição da remuneração do credor em face do aumento do risco de crédito. Contudo, restou demonstrado, ainda, que a despeito do principal papel dos covenants contábeis citado acima, estas cláusulas possuem outros papéis tão importantes quanto o principal em cada fase do contrato de empréstimo. Após a liberação dos recursos até o pagamento total deste, e no decorrer previsto do contrato, os covenants servem para restringir as ações dos agentes e evitar expropriação dos direitos dos credores, sendo que neste mesmo lapso de tempo possuem o papel de monitorar a performance do devedor, tanto relativo ao contrato em vigor como em novas operações que vierem a acontecer.

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

RESUMO

Objetivo do trabalho: Os estudos relacionados aos *covenants* de dívida possuem papel importante na literatura aplicada ao segmento, principalmente concernente aos problemas de agência entre credor e devedor, a imprevisibilidade dos acontecimentos futuros relativos a *performance* destes contratos, além de outros fatores cobertos pelo arcabouço teórico. A robusta literatura dedicada ao tema nos permite e subsidia uma pesquisa prática aplicada concreta e alicerçada em pilares já comprovados por autores renomados. Assim, o presente estudo tem como principal objetivo trazer, através da percepção do *Banker*, qual o principal papel dos *covenants* contábeis no Brasil nos contratos privados de dívida. Secundariamente, os achados trazem outros importantes papéis desempenhados pelos *covenants* contábeis e suas características. **Design/Methodologia/Abordagem:** Trata-se de uma pesquisa exploratória, qualitativa que obteve os dados analisados através de dez entrevistas semiestruturadas individuais com os *Bankers*, as questões foram direcionadas aos participantes, gravadas, transcritas, codificadas conforme sua classificação e posteriormente analisadas. **Resultados:** Foi observado que o principal papel dos *covenants* contábeis, com maior número de menções pelos entrevistados, foi o da categoria de utilização destas cláusulas como um gatilho de renegociação nos casos de quebra dos *covenants* e mais especificamente na utilização deste para a recomposição da remuneração do credor em face do aumento do risco de crédito. Contudo, restou demonstrado, ainda, que a despeito do principal papel dos *covenants* contábeis citado acima, estas cláusulas possuem outros papéis tão importantes quanto o principal em cada fase do contrato de empréstimo. Após a liberação dos recursos até o pagamento total deste, e no decorrer previsto do contrato, os *covenants* servem para restringir as ações dos agentes e evitar expropriação dos direitos dos credores, sendo que neste mesmo lapso de tempo possuem o papel de monitorar a *performance* do devedor, tanto relativo ao contrato em vigor como em novas operações que vierem a acontecer. No momento em que o monitoramento detecta, a violação dos *covenants* contábeis, se ocorrer, estas cláusulas dão ao credor o controle do contrato e servem como gatilho para renegociação. Por fim, ressalta-se que os *covenants* contábeis mais utilizados, mencionados pelos entrevistados, foram; Dívida Líquida/EBITDA e EBITDA/Despesas financeiras. **Implicações práticas:** Este estudo apresenta implicações práticas para os atores que atuam em ambos os lados, credores ou devedores. Para os credores, traz um panorama de como e para que são utilizados os *covenants* contábeis e se suas práticas estão em linha e são as desempenhadas por seus pares de outras instituições financeiras. Para os devedores, traz o conhecimento de como os *covenants* contábeis são importantes e quais suas implicações práticas no caso de violação, o que pode auxiliar na negociação de limites e tipos de *covenants* contábeis a serem inseridos em novos contratos de empréstimos. **Originalidade e contribuições:** Na literatura mundial sobre o tema, poucas são as pesquisas que trazem dados qualitativos para análise, além da natural restrição aos estudos relativos aos contratos privados de dívida. Neste sentido, este estudo pode contribuir com novas pesquisas complementares e seus achados com a interação entre o mercado e a academia.

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

1. INTRODUÇÃO

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

O instituto do *covenant* constitui, no direito anglo-saxão, um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenant*) ou obrigações de proteção (*protective covenant*). Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. As obrigações positivas (*positive covenant*) são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa. As obrigações negativas (*negative covenant*) são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos (BORGES, 1999, p. 13).

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

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

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

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

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

O Brasil figura entre os países com menor proteção aos direitos dos credores, segundo o relatório *Doing Business* (2018), emitido pelo Banco Mundial, atrás de países em que foi desenvolvida a maioria das pesquisas aplicadas sobre o tema. Assim, o presente estudo se propõe a investigar a seguinte questão de pesquisa: Qual o principal papel dos *covenants* contábeis em contratos de dívida privados, utilizados no Brasil, na visão do *Banker*?

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

O artigo está estruturado da seguinte forma: no capítulo dois fazemos uma revisão da literatura dos principais construtos; no capítulo seguinte apresentamos a metodologia; já no capítulo quatro os resultados são apresentados e discutidos; e, por fim, no capítulo cinco o artigo é concluído.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E O PAPEL DOS *COVENANTS*

Jensen e Meckling (1976) definem assim os principais conflitos de agência:

- a) entre acionistas e os administradores: os interesses dos administradores devem estar alinhados aos interesses dos acionistas e quando isto não ocorre gera um conflito de interesses entre as partes. Alguns mecanismos podem ser utilizados para motivar os gerentes a agirem alinhados aos interesses dos acionistas, entre eles estão a remuneração, a ameaça de demissão e a ameaça de tomada de controle;

- b) entre os acionistas e os credores: os credores emprestam recursos para as empresas baseados nas expectativas produzidas pelo risco futuro da companhia, nos ativos, na estrutura capital das empresas e nas expectativas positivas de alterações nesta estrutura. Os agentes, alinhados com o próprio interesse, podem tomar decisões que expropriam os direitos dos credores ou alteram a medida de risco previsto.

O conflito de agência entre acionistas e credores gera os chamados custos de agência na relação acionista e gestor, contudo tendo outros atores. Smith e Warner (1979), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) ressaltam, pelo menos, quatro formas pelas quais os acionistas e os gestores podem transferir riquezas provenientes dos credores para os próprios acionistas, ou para a empresa através de seus gestores, expropriando os direitos dos credores:

- 1) Falta de investimentos – Pode ocorrer, se os administradores forem desencorajados a fazer novos investimentos em projetos com valor presente líquido positivo e notarem que o valor gerado, pelo projeto, será em benefício dos credores, para pagar empréstimos anteriores. Nestes casos, é provável que os acionistas prefiram não fazer o investimento;
- 2) Substituição de ativos – Os credores emprestam recursos esperando que estes sejam utilizados em projetos com riscos específicos. Se os acionistas substituem os projetos por outros, com maior risco, daqueles apresentados, pode-se transferir a riqueza proveniente dos credores para os acionistas ou empresas;
- 3) Política excessiva de dividendos – Pode ocorrer se os fluxos de caixa da empresa forem direcionados para o pagamento de dividendos, ao invés de serem investidos ou destinados ao repagamento de dívidas, ou ainda, na venda de ativos e estes recursos direcionados para o pagamento de dividendos, reduzindo assim, o valor dos ativos disponíveis aos credores, em um possível rompimento. Pode também ocorrer se os administradores reduzirem ou cortarem certas despesas, que influenciaram em receitas futuras para manter a distribuição de dividendos. Redução em despesas com manutenção ou ativos fixos, cortes em pesquisa e desenvolvimento ou redução em despesas de marketing são incluídos nesta categoria;
- 4) Aumento do grau de endividamento – Pode ocorrer se novas contratações de dívidas aumentarem, afetando a situação econômica da empresa e fazendo crescer os riscos de insolvência, alterando os níveis de risco para os credores, tantos os novos quanto os antigos.

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

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

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

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

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

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

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

Assim, o monitoramento do devedor e gatilho para a renegociação do contrato são papéis que os autores acima designam aos *covenants*.

3. METODOLOGIA

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

Vale ressaltar que dos dez entrevistados, nove trabalham atualmente em diferentes instituições financeiras, o que traz a percepção de distintos *players* do mercado.

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

As entrevistas foram conduzidas por telefone ou pessoalmente, gravadas com o consentimento do entrevistado, e tiveram duração entre 21 e 34 minutos.

A análise do conteúdo gerado pelas entrevistas foi feita através das técnicas apresentadas por Miles et al. (2013) e Krippendorff (2012). Para tanto, seguindo sugestão de *softwares* apresentados por estes autores, foi utilizado o programa NVIVO.

Miles, Huberman e Saldaña (2013) separam a análise qualitativa, em quatro fluxos ou etapas: 1) levantamento dos dados, 2) compilação, 3) mapa dos dados e 4) conclusão e análise. O levantamento de dados foi feito através de entrevistas gravadas, transcritas para aumentar a qualidade de análise, e importadas para o programa NVIVO. Já a compilação dos dados foi feita por meio da codificação do programa de análise.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

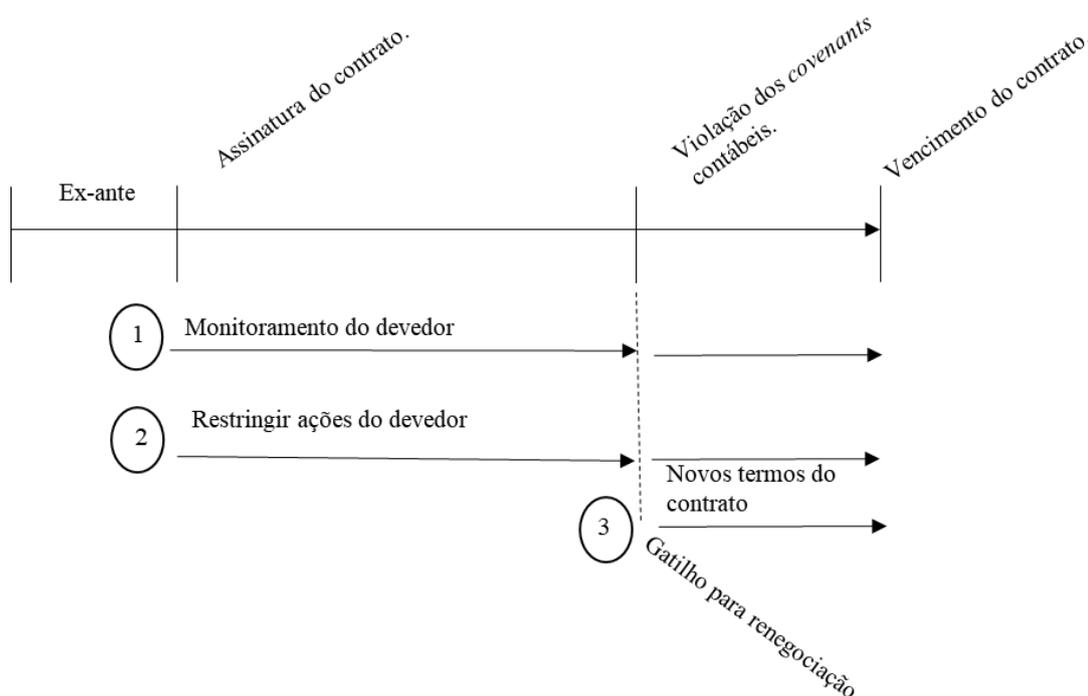
O estudo foi dividido em quatro categorias, quanto ao papel dos *covenants* contábeis; a) gatilho de renegociação, b) monitoramento do devedor, c) restrição as ações do devedor e d) vencimento antecipado da dívida. Além disso, foi analisado, também, quais são os *covenants* mais utilizados sob a perspectiva dos entrevistados.

Os resultados demonstram que a categoria que representa como papel principal dos *covenants* contábeis no Brasil é o gatilho de renegociação da dívida.

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

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

Figura 1 – Gráfico de resultados



Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico acima demonstra que após a negociação, no período *ex-ante*, os *covenants* contábeis desempenham papéis conforme o contrato avança. No ponto 1 que é a segunda categoria mais mencionada, os *covenants* desempenham o papel de monitorar o devedor e servem para emitir alertas se a empresa pode apresentar problemas futuros, sendo esta categoria como a segunda mais mencionada. No ponto 2, que é a terceira categoria mais mencionada, estes servem para restringir as ações do devedor. Já no ponto 3, sendo a principal categoria mencionada, os *covenants* servem para renegociar o contrato, quando a situação do devedor piorar. A quarta categoria, a utilização dos *covenants* como ferramenta para o recebimento antecipado do contrato quando violados, não aparece nos resultados como relevante.

A seguir é demonstrada um resumo dos achados da pesquisa e análise de cada categoria.

4.1.1 Gatilho de renegociação da dívida

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

A teoria dos contratos incompletos aborda as consequências das anomalias, que não foram tratadas durante a formação do contrato, já que não é possível prever todas as alternativas que o mesmo pode apresentar no futuro. As incertezas quanto ao futuro e a dificuldade de prever o que pode vir a acontecer, em consonância com a teoria dos contratos incompletos, foram mencionadas pelos entrevistados como segue alguns exemplos destes diálogos

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

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

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

Os entrevistados citam que os *covenant* permitem a renegociação ao darem o controle do contrato, muitas vezes, com a ação partindo do devedor e antes de quebrar os *covenants*.

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

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

O controle da relação contratual dá ao credor o direito e preferência de negociar com o devedor e isso está em linha com o que Demerjian (2016) menciona, de que os *covenant* contábeis limitam o nível máximo de risco que o credor está disposto a enfrentar ao longo do contrato.

As respostas obtidas mostram que as consequências exibidas, pelos entrevistados, estão em linha com as apresentadas no referencial teórico. Gopalakrishman e Parkash (1995) citam o que pode ocorrer com os contratos de dívida após a violação, por ordem de ocorrência: 1) perdão da violação, 2) imposição de limites adicionais, 3) aumento das taxas de juros, 4) aumento das garantias, e 5) adiantamento do vencimento do contrato. Como o exemplo do entrevistado abaixo.

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

Assim, ao passo que o devedor piora sua situação ecofinanceira, aquela remuneração, que foi estabelecida no início do contrato, deixa de ser ideal para o credor, e a renegociação permite ao credor restabelecer sua remuneração pelo novo nível de risco, através do *waiver-fee*.

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

[...] normalmente se cobra um *waiver fee*, né? Você cobra um *fee* para poder abrir mão de exercer aquele investimento antecipado (entrev. 1).
O padrão é cobrar *waiver fee*. A maioria dos casos, sim, é cobrado *waiver fee* (entrev.3).
Eu acho quando você tem a quebra do *covenant*, você tem um binômio, tanto do *waiver fee* como aumentar as garantias [...] (entrev.4).

Contudo, as entrevistas demonstram que o relacionamento entre o banco prestador e o cliente é levado em consideração. Em alguns casos, é concedido o perdão sem a cobrança.

Então existe o *waiver*, isso daí é comum também acontecer; o banco dá o *waiver* e não cobra essa multa, principalmente, com um relacionamento muito bom com o cliente (entrev.8).

O quadro 1 a seguir demonstra as renegociações mais comuns de ocorrerem na violação das cláusulas de *covenants*. Os resultados demonstram qual a resposta de cada entrevistado, em comparação com as consequências para o credor, no evento de descumprimento dos *covenants* contábeis mencionados por Gopalakrishman e Parkash (1995).

Quadro 2 – Consequências da violação dos *covenants* financeiros

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

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

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

A análise desta categoria mostra que os *covenants* são utilizados no Brasil, principalmente, como um gatilho para renegociação, tendo em vista as incertezas no período *ex-post*, mesmo para aqueles clientes com boa qualidade de crédito.

4.1.2 Monitoramento do credor

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

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

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

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

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

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

O uso efetivo de *covenant* força o devedor a fazer o monitoramento e, tendo iniciado a tarefa, pode ser possível obter mais *insights* sobre a condição do credor com pouco custo adicional. Como exemplificado nos entrevistados abaixo:

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

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

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

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

4.1.3 Restrição das ações do devedor

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

O papel dos *covenants* na relação credor e devedor é restringir as decisões dos gestores nos pontos citados, de tal sorte que não apresentem expropriação das riquezas do credor. Todos os *Bankers*, exceto o de número 9, confirmaram que os *covenant* são utilizados como ferramenta para restringir as decisões dos representantes da empresa, principalmente, relativos à restrição do aumento do grau de endividamento.

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

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

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

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

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

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

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

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

4.1.4 Recebimento da dívida antecipadamente

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

As repostas dos entrevistados não suportam o papel dos *covenants* de dívida como ferramenta para o recebimento antecipado do total emprestado na ocasião da quebra das cláusulas restritivas.

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

Não acho que é a primeira preocupação do banco também (entrev.2).

[...] o que acontece é que se a empresa está num momento superdifícil e se o fato do banco vencer antecipadamente vai quebrar a empresa, aí o juiz eventualmente vai alegar que o banco está quebrando a empresa; vai quebrar porque está vencendo antecipadamente, ninguém mais está fazendo (entrev.3).

Eu acho que receber a dívida antecipadamente; acho que você desmontar a operação é muito mais difícil (entrev.4).

[...] nunca passei por isso (entrev.5).

Nunca vi um comitê falar: “não, vamos liquidar antecipadamente” (entrev.8).

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

4.2 COVENANTS CONTÁBEIS MAIS UTILIZADOS

Os *covenants* mais utilizados são os de cobertura de dívida (Dívida Líquida/EBTIDA) e o de cobertura de juros (EBTIDA/Despesas Financeiras), segundo os entrevistados. Outros também foram mencionados, porém são utilizados em menor escala, como restrição de dividendos, *covenants* específicos para cada indústria ou limitador de dívida, este último mencionado por um dos entrevistados.

5. CONCLUSÃO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

REFERÊNCIAS

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

BORGES, L. X. ***Covenant*: Instrumento de garantia em Project Finance**. Revista BNDES. Rio de Janeiro, v. 11, 1999. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df>. Acesso em: 14 jul. 2017.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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