

UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - UERJ  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E FINANÇAS - FAF  
PROGRAMA DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
DISCIPLINA TEORIA POSITIVA DE CONTABILIDADE I

---

# HIPOTESE DOS *COVENANTS* CONTRATUAIS

( Slides elaborados com base na Tese de Doutorado.  
Vide portal de teses e dissertações da USP )

**PROF. DR. ADOLFO HENRIQUE COUTINHO E SILVA**

Rio de Janeiro – 2011

# Covenants contratuais como incentivos para realização de Escolhas Contábeis

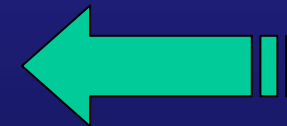
---

A **teoria positiva da contabilidade**, apoiando-se em conceitos da teoria econômica, busca **explicar e prever as escolhas de práticas contábeis** a partir da idéia de que os administradores agem em função de seus interesses pessoais, procurando maximizar seu bem estar.

**Watts e Zimmerman (1986)**

Principais hipóteses relacionadas à teoria positiva de contabilidade:

- hipótese do plano de incentivo;
- hipótese do grau de endividamento; e
- hipótese dos custos políticos.



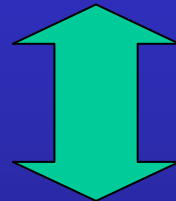
**Abordagem Contratual**

# Relação entre Alavancagem e Covenants

---

## Relacionamento:

Hipótese do Grau de Endividamento



Hipótese dos *Covenants* Contratuais

Dificuldade de coleta de dados

Proxy  
com  
ruído!

evolução  
(W&Z)

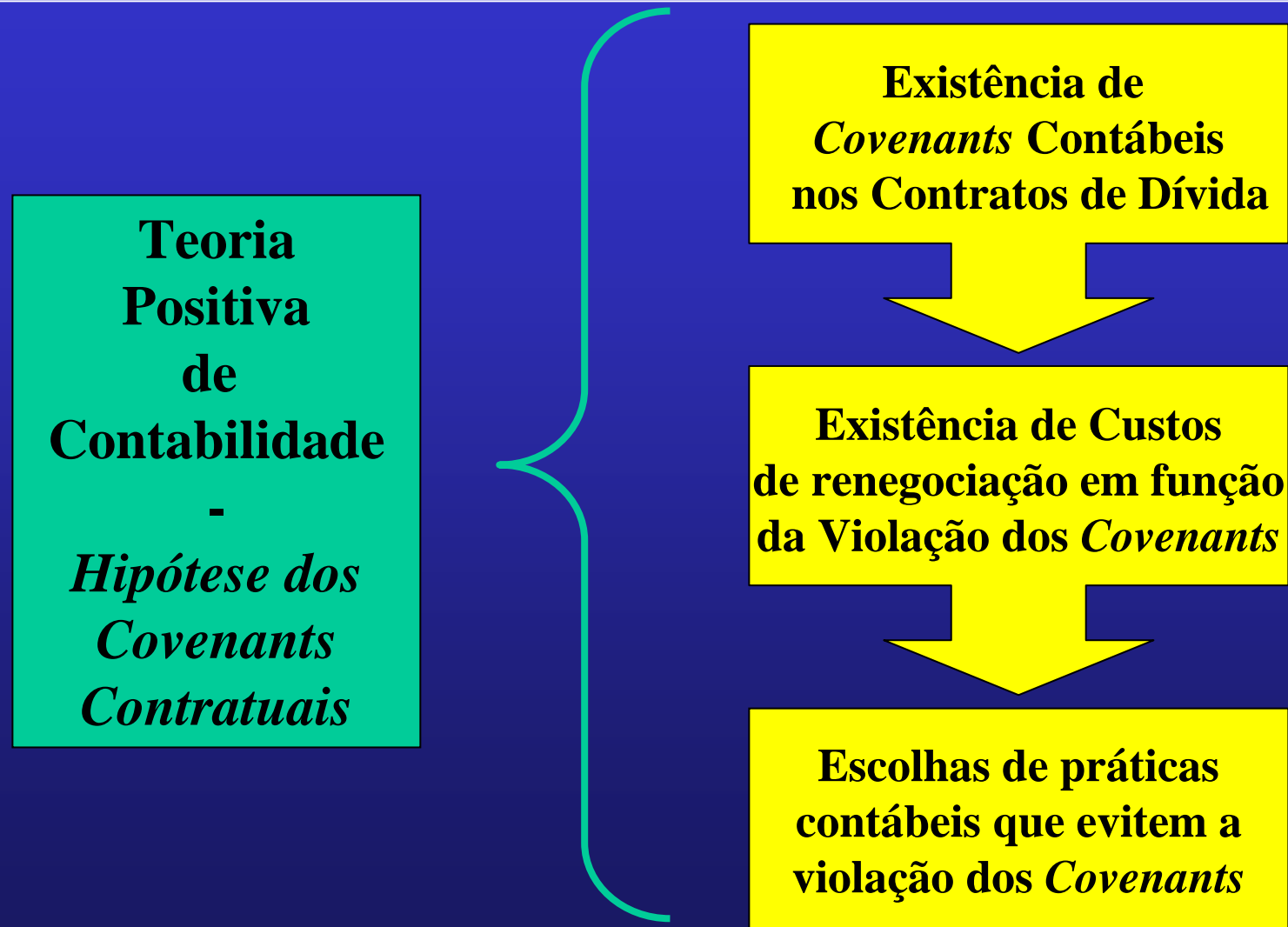
## **Hipótese dos *Covenants* Contratuais** (*Debt Covenants Hypothesis*):

prevê que quanto mais próximo a empresa estiver de um limite fixado em um *covenant*, **baseado em números contábeis**, maior será a probabilidade do administrador utilizar procedimentos que aumentam o resultado e/ou reduzem o nível de endividamento.

Watts e Zimmerman (1986, p. 216)

# Hipótese dos *Covenants* Contratuais

---



# Questões relacionadas

---

## Premissas:

- Existem **covenants contábeis** nos títulos de dívida (formaliza o monitoramento dos credores)
- Fixa limites em covenants restritivos que dependem das práticas contábeis adotadas
- As mudanças de práticas contábeis podem afetar o cálculo dos limites minimizando a possibilidade de default técnico
- Existem custos contratuais associados a violação dos covenants contratuais (implicações econômicas)
- A magnitude do incentivo depende parcialmente da percepção dos administradores a respeito da reação dos credores quando da violação

# Definição de *Covenants* Contratuais

---

**Mather e Peirson (2006, p. 286)**

Os *covenants* são cláusulas contratuais, estabelecidas pelo credor, em um título de dívida[1], que restringem as atividades (ações) do devedor ou requerem que o devedor tome certas ações.

**Borges (1999, p. 13):**

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 covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*).

- **Obrigação de fazer:**

manter escrituração contábil adequada, disponibilizar cópia das demonstrações financeiras auditadas, manter contratos de seguros e/ou respeitar a legislação ambiental e outras

- **Obrigações de não fazer: (limitações à liberdade de gestão)**

não garantir obrigações de terceiros, não dar garantias reais ou pessoais que onerem seu ativo, não vender ativos, não mudar a natureza de seu negócio, não efetuar incorporação, fusão ou cisão e/ou não antecipar pagamentos de empréstimos e dividendos

# Importância dos *Covenants* Contratuais

---

**Conseqüência da violação (default técnico):** Vencimento antecipado da dívida para os casos de inadimplemento de obrigações principais e acessórias. (garantia adicional para os credores)

**FOCO:** Controlar (*ex ante*) o conflito de interesse entre os credores e administradores-proprietários

**Benefícios:** Possibilitam a redução do risco de não recebimento do valor emprestado pelo credor, bem como, a redução do custo da dívida para o devedor.

**Forma:** Restringir as ações futuras (*ex post*) dos administradores relacionados às decisões financeiras, de investimento e operacionais (políticas de financiamento ou pagamento de dividendos ou investimento) para enganjar em um comportamento oportunista

**Exemplo de comportamento oportunista:**

- (1) Pagamento de dividendos com esvaziamento de propriedade);
- (2) Diluição da dívida através de super investimento;
- (3) Substituição de ativos;
- (4) Sub-investimento.

# Tipos de *Covenants* Contratuais

---

## De acordo com MATHER e PEIRSON (2006, p. 286):

- **Contábeis (financeiros)**: são aqueles que usam dados contábeis em sua formulação, como um valor absoluto ou como o numerador ou denominador de um índice. Geralmente são utilizados para restringir atributos financeiros baseados em números contábeis;
- **Não contábeis (não financeiros)**: são aqueles que não utilizam dados contábeis em sua formulação.

## De acordo com Frost e Bernard (1989, p. 797):

- **Covenants contábeis afirmativos**: são aqueles que limitam a ação dos administradores na medida que especificam limites, máximos ou mínimos para indicadores (ou valores) baseados em números contábeis ou sobre determinados valores fixados. **Exemplo**: (a) manter nível mínimo de capital de giro ou índice de liquidez; (b) manter o nível de endividamento abaixo do teto estabelecido; (c) manter nível mínimo de cobertura de juros; ou (d) manter margem operacional superior a determinado valor.
- **Covenants contábeis negativos**: proíbem ou limitam certas ações a menos que determinadas condições sejam alcançadas. **Exemplo**: (a) proibição de pagamento de dividendos; (b) proibição de contratação de uma nova dívida; (c) proibição de venda de ativos; ou (d) proibição de redução de capital social.

## De acordo com Ramsay e Sidhu (1998, p. 202):

- **Captação**
  - **Financiamento**
  - **Produção e investimento**
- (Conforme as atividades que restringem)



# Determinantes para Inclusão de *Covenants*

---

O conjunto (pacote) de *covenants* varia em função dos seguintes fatores: (COTTER, 1998, p. 195)

- Da natureza do título de dívida (título público versus título privado)
- Das características da operação (tipo de garantia, taxa de juros – fixos ou variáveis, e/ou prazo do empréstimo);
- Das circunstâncias individuais de cada empresa (risco de crédito, porte e setor de atuação);
- Do ambiente legal e econômico no qual são realizados os negócios.

# Diferenças nos títulos públicos e privados

---

Tabela pág. 45

- Diferenças institucionais existentes entre os dois mercados de dívida.
- A utilização de *covenants* mais restritivos é apropriada para as instituições financeiras (mercados de dívida privado) porque eles têm uma vantagem competitiva na análise de risco de crédito, bem como, na negociação e na renegociação dos contratos.
- De acordo com Ramsay e Sidhu (1998) e Leftwith (1983), o baixo custo de renegociação nos títulos de dívida privados em relação aos títulos de dívida públicos permitem um alto nível de especificação e variação nos *covenants* contábeis inseridos nos acordos de dívida privados.

# *Covenants* Contábeis mais Utilizados

---

- **Duke e Hunt III (1990):** [187 empresas norte-americanas, no ano de 1985]
  - 29 empresas não tinham *covenants* restritivos e que outras 23 empresas não possuíam *covenants* baseados em números contábeis, totalizando 52 empresas (27,8%).
  - Covenants contábeis utilizados: (a) 103 empresas (55,1%) com restrições sobre retenção de lucros; (b) 65 empresas (34,8%) com restrições sobre capital de giro; (c) 52 empresas (27,8%) com restrições sobre o nível de endividamento; e (d) 34 empresas (18,2%) com restrições sobre os ativos líquidos.
- **Press e Weintrop (1990)** [83 empresas não reguladas norte-americanas, no ano de 1985]
  - (a) 51 empresas (61%) com restrições sobre dividendos; (b) 41 empresas (49%) com restrições sobre o nível de endividamento; (c) 38 empresas (46%) com restrições de patrimônio líquido mínimo; (d) 37 empresas (45%) com restrições sobre capital de giro; e (e) 5 empresas (6%) com restrições sobre a cobertura de juros.
- **Mather e Peirson (2006)**
  - Títulos de dívida Privados: Índice de cobertura de juros, nível de endividamento, nível de liquidez corrente e patrimônio líquido mínimo exigido.
  - Títulos de dívida Públicos: maior concentração em restrições sobre o nível de endividamento.

# *Covenants* Contábeis mais Utilizados (2)

---

- Cotter (1998, p. 181 e 187) [9 grandes instituições financeiras australianas]
  - Os *covenants* definidos com base no nível de endividamento e no índice de cobertura de juros são predominantes nos empréstimos bancários.
  - Nos contratos de dívida privados também é bastante utilizado os seguintes *covenants*: (a) índice de liquidez; (b) índice de pagamento de dividendos; (c) patrimônio líquido mínimo; e (d) nível mínimo de retenção de lucros.
  - O índice de cobertura de juros é considerado o mais importante *covenant* e, se a cobertura de juros é muito forte, os credores podem ser capazes de negociar alguns outros *covenants*.
- Borges (1999, p. 14) [Brasil]
  - Os *covenants* mais utilizados são: (a) Limitação do grau de endividamento da empresa; (b) Manutenção de capital de giro mínimo; (c) Limitação ou impedimento para contrair novas obrigações.
  - A limitação ou impedimento para contrair novas obrigações tem como objetivo impedir a subordinação futura do direito do credor contratante.
  - As restrições que exigem a manutenção de capital de giro mínimo são as cláusulas mais usualmente desrespeitadas por devedores em dificuldades.

# *Covenants* Contábeis mais Utilizados (3)

---

- Tabela de skinner....

# Restritividade dos Covenants Contábeis

---

Determinantes do nível de restrição fixado em um pacote de covenants: (Mather e Peirson, 2006, p. 293)

- Quantidade de *covenants* impostos no contrato
  - Tipo de *covenant* utilizado
  - Regra de mensuração adotada na apuração dos indicadores
  - O limite adotado em cada *covenant*
  - A folga imposta em cada *covenant* no momento da negociação (proximidade do limite fixado).
- 
- Todos esses fatores combinados (interação) impactam na probabilidade de violação do pacote de *covenants* contábeis.

Regra geral: o não atendimento de apenas um dos *covenants* implica na possibilidade de vencimento antecipado da dívida conforme arbitramento do credor.

Forma de definição dos limites dos *covenants* contábeis:

- **Relativos**: Exemplo: Nível de endividamento - pode-se fixar que o passivo total não ultrapasse 80% do total dos ativos
- **Absolutos**: A devedora mantenha um patrimônio líquido maior ou igual a um determinado valor estipulado.

# Regras de Mensuração dos *Covenants* Contábeis

---

- Base para cálculo (Regra geral): demonstrações contábeis consolidadas e auditadas
- Os parâmetros utilizados nos cálculos dos *covenants* contábeis freqüentemente divergem dos princípios contábeis (Leftwich, 1983)

## Os ajustes comumente observados:

**a) restringir ou exigir a adoção de uma prática contábil (exclusão de mudanças contábeis voluntárias)**: Os credores podem estabelecer a empresa utilize determinados critérios contábeis, dentre aqueles aceitos, na apuração dos *covenants* contábeis, como, por exemplo, exigir que os custos dos estoques sejam apurados com base no método PEPS (Primeiro a Entrar e Primeiro a Sair) ou restringir a realização de reavaliação de ativos;

**b) exclusão de efeitos decorrentes de uma prática contábil obrigatória**: Os credores podem exigir a exclusão de certos números contábeis na apuração dos *covenants* contábeis, como, por exemplo: (1) exclusão do valor contábil do ágio ou *goodwill* registrado para apuração do valor do ativo; ou (2) exclusão de ganhos ou perdas extraordinárias reconhecidas no resultado do período para fins de cálculo do EBITDA; e

**c) inclusão de números extra-contábeis (*off-balance sheet*)**: Os credores podem exigir a inclusão de números extra-contábeis na especificação de regras de mensuração dos *covenants* contábeis, como, por exemplo, a inclusão de (1) passivos contingentes (contingências trabalhistas, cíveis ou fiscais), ou (2) valores de garantias prestadas no cômputo do passivo exigível da empresa.

# Regras de Mensuração dos *Covenants* Contábeis (2)

---

Grande variação na definição dos indicadores utilizados na especificação dos *covenants* contábeis:

- Restrições ao nível de endividamento:
  - Passivo Exigível / Patrimônio líquido
  - Passivo Exigível / Ativo Total
  - Passivo Exigível / Ativo Tangível
  - Dívidas Onerosas / Ativo Tangível
  
- Limites de cobertura de juros (medidas de lucro): (Cotter, 1998)
  - EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*)
  - EBITDA (*Earnings Before Interest and Tax Depreciation and Amortization*)



---

**PARTE 2**

**CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS  
DA VIOLAÇÃO DE  
COVENANTS CONTÁBEIS**

# Violação de *Covenants* Contábeis

---

**Definição de Violação:** (Fargher, Wilkins e Holder-Webb (2001, p. 477)  
“violação técnica” como a violação de um *covenant* baseado em números contábeis fixados em títulos de dívida.

**Importância da violação técnica:** (BENEISH; PRESS, 1995, p. 341)  
A violação é um evento que pode estar associado com o aumento da probabilidade de existência de dificuldades financeiras mais sérias, tal como o não pagamento dos juros ou do principal da dívida.

**Violações Técnicas = *Default* Técnico**

Normalmente existe um prazo para regularização das exigências contratuais contidas nos títulos de dívida

A inadimplência do pagamento do principal ou juros da dívida é conhecida como “default do serviço da dívida”

# Consequências da Violação Técnica

---

- Principal consequência:

Os credores passam a ter a opção de exercer o direito contratual de impor custos de reestruturação, refinanciamento ou renegociação das dívidas.

- Tipos de Custos: (Beneish e Press, 1993, p. 235)

- Reestruturação: Surgem, por exemplo, pela demanda de pagamento, total ou parcial, exigido pelos credores.
- Refinanciamento: Surgem, por exemplo, pelo aumento da taxa de juros cobrados pelos credores (custos incrementais).
- Renegociação: correspondem aos custos de reescrever os contratos e tipicamente incluem gastos para organizar novas condições para os empréstimos.

# Conseqüências da Violação Técnica

---

**Tipos de conseqüências pela violação de *covenants* contábeis:**

- Exigir o pagamento imediato da dívida ou a venda de ativos para pagar a dívida
- Exigir a aceleração do prazo de pagamento da dívida
- Transformar a dívida em participação acionária
- Aumentar a taxa de juros
- Exigir aumento de garantias
- Restringir a contratação de novos empréstimos
- Impor *covenants* adicionais
- Suspende o pagamento de dívidas sem preferência
- Cobrar taxas para reestruturar a dívida.

**Notadamente, algumas dessas conseqüências podem ser estabelecidas conjuntamente, como destacado por Sweeney (1994).**

# Conseqüências da Violação Técnica

---

Tipos de conseqüências pela violação de *covenants* contábeis:

Tipos de perdão (*waiver*):

- **Temporário:** é válido para um curto período de tempo (geralmente um período) suficiente para que a empresa possa adequar-se novamente aos limites estabelecidos nos *covenants* contábeis contratuais.
- **Permanente:** é aquele em que o credor exige a empresa de cumprir os limites por um longo período ou mesmo até o pagamento total da dívida.

O perdão temporário é mais freqüentemente concedido quando a violação técnica está relacionada a um evento não recorrente.

Classificação II: (SMITH, 1993, p. 294)

- **Explícitos:** são formalmente concedidos pelos credores e geralmente envolvem a assinatura de aditivos contratuais
- **Implícitos:** são aqueles em que os credores apenas não exercem a opção de acelerar o pagamento da dívida.

Quando do perdão aos devedores pela violação de *covenants* contábeis, as empresas devedoras incorrem em custos de renegociação, tais como taxas ou comissões cobradas pelo credor para renovação dos instrumentos contratuais.

# Evidências Empíricas sobre Violação

---

- Diversidade dos resultados observados
- Destacam-se três importantes características similares:
  - Ocorreram poucos casos em que foi exigido o repagamento imediato da dívida (situação mais onerosa para a empresa)
  - Existência de diversos casos de aumento de garantias e inclusão de novos *covenants* (situação menos onerosa para a empresa)
  - Indicação, em vários casos, da consequência como sendo a reclassificação da dívida de longo prazo para o curto prazo.

A reclassificação da dívida para o curto prazo não seja um custo direto imposto pelo credor, a reclassificação é um indicador do grande potencial dos custos esperados. (DeFond e Jiambalvo, 1994, p. 153)

(Vide Tabela 3)

# *Covenants* mais violados (1)

---

Mais freqüentemente violados são: [Hall e Swinney (2004), Sweeney (1994) e Beneish e Press (1993)]

- Patrimônio Líquido
- Índice de Liquidez Corrente
- Nível de Endividamento.

A violação de *covenants* contábeis **afirmativos** é mais comum que a violação de *covenants* contábeis **negativos**.

Os *covenants*, em geral, são fixados com base em práticas contábeis atuais (**rolling GAAP**) mais do que naquelas adotadas no momento da contratação da dívida (**Frozen GAAP**). (Gopalakrishnan e Parkash, 1995)

## *Covenants* mais violados (2)

---

### Distribuição da incidência das violações técnicas:

- Chen e Wei (1993, p. 220)
  - 37 empresas violaram apenas uma variável
  - 17 empresas violaram duas variáveis
  - 6 empresas violaram três ou mais variáveis
  
- Beneish e Press (1993):
  - 33 empresas com uma violação
  - 27 empresas com duas violações
  - 13 empresas com três violações
  - 1 empresa com quatro violações

As empresas freqüentemente violam múltiplos *covenants* contábeis (DeFOND; JIAMBALVO, 1994, p. 153).

As medidas contábeis que servem de base para os *covenants* contábeis não são totalmente independentes



---

**FIM**