

---

# Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil

---

*Richard Saito  
Hsia Hua Sheng  
Márcia Lima Bandeira*

## RESUMO

A emissão de debêntures tem sido uma das principais fontes de financiamento de médio e longo prazos no Brasil. Neste artigo, analisa-se como as cláusulas das escrituras de emissão de debêntures têm sido utilizadas para mitigar os custos de agência entre acionistas e debenturistas. Os dados incluem 119 escrituras de debêntures emitidas entre 1998 e 2001 e 141 emitidas entre 2002 e 2005 no Brasil. Busca-se verificar se os investidores exigem cláusulas restritivas nas escrituras. Comparando-se com os estudos anteriores de Anderson (1999) e de Filgueira e Leal (2001), foram encontradas evidências empíricas de que: houve maior número de debêntures emitidas sem indexação à inflação, mas com taxa fluante para atender às exigências do mercado; não existiram grandes mudanças no prazo de emissão; houve cláusulas menos restritivas em relação às ações de distribuição e de financiamento adicional; e houve cláusulas mais restritivas em relação à mudança de controle e de não-constituição de garantias reais. Existe evidência empírica de que o papel do patrocinador pode reduzir riscos assumidos pelos debenturistas.

**Palavras-chave:** debêntures, Brasil, governança corporativa.

## 1. INTRODUÇÃO

O financiamento por meio de emissão de títulos de dívida pode levar ao conflito de interesses entre credores e acionistas e, conseqüentemente, reduzir o valor da empresa. Por exemplo, se uma empresa é altamente alavancada, os administradores podem escolher projetos de riscos elevados com valor presente negativo, pois a adoção desse tipo de projeto provoca um efeito de transferência de riqueza dos debenturistas para os acionistas, como foi apontado por Jensen e Meckling (1976). Tais conflitos são limitados com maior eficácia nos empréstimos privados concedidos por bancos e credores institucionais do que nos títulos de dívida emitidos publicamente.

Recebido em 08/dezembro/2005  
Aprovado em 02/fevereiro/2007

---

*Richard Saito*, Engenheiro de Aeronáutica pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica, Mestre em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, M.Sc. em Engenharia e Ph.D. em Engenharia e Sistemas Econômicos pela *Stanford University* (Estados Unidos), é Professor do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controladoria da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (CEP 01313-902 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: rsaito@fgvsp.br  
Endereço:  
Fundação Getúlio Vargas  
Escola de Administração de Empresas de São Paulo  
Departamento de Contabilidade, Finanças e Controladoria  
Avenida Nove de Julho, 2029 — 10º andar  
01313-902 — São Paulo — SP

*Hsia Hua Sheng*, Economista pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Doutor em Administração na área de Finanças pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), com Doutorado sanduíche na *New York University* (Estados Unidos), é Professor de Finanças na EAESP-FGV (CEP 01313-902 — São Paulo/SP, Brasil) e especialista em finanças corporativas.  
E-mail: hsiasheng@fgvsp.br

*Márcia Lima Bandeira*, Engenheira de Alimentos pela Universidade Federal de Viçosa, é Mestranda em Administração na área de Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (CEP 01313-902 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: marciabandeira@gmail.br

O mercado de debêntures no Brasil tem se expandido rapidamente após a implantação do Plano Real em julho de 1994. O volume total de debêntures emitidas cresceu de US\$ 3,9 bilhões em 1993 para US\$ 6,2 bilhões em 2001 e para US\$ 28,8 bilhões em 2005. O rápido e consistente desenvolvimento desse mercado deve-se à convergência de um número de fatores-chave que podem ser separados em duas categorias: fundamentos estruturais e fundamentos de mercado. Os primeiros incluem basicamente a estabilidade da economia, o fortalecimento dos órgãos reguladores e da estrutura legal que governam o mercado de valores mobiliários, e a infra-estrutura operacional requerida para nele operar. As forças de mercado são constituídas pela necessidade de financiamento por parte dos emitentes, pela demanda de títulos de renda fixa por investidores e pela intermediação ineficiente por meio do sistema bancário como fonte de financiamento de longo prazo.

Ao contrário dos mercados de debêntures dos países desenvolvidos, o mercado brasileiro possui baixa liquidez, que impede a saída de debenturistas antes do vencimento dos títulos. Observa-se que para algumas debêntures, a negociação anual registrada foi inferior a 50% de seu valor nominal. Por exemplo, em 2001, a movimentação anual de debêntures de pequenas e médias empresas, como as emitidas por Aduvos Trevo e Bicycles Caloi, foi quase nula. Outras empresas, como St. Michel e Concepa, apresentaram giro de 0,15 e 0,45, respectivamente. Inclusive as empresas maiores e mais conhecidas, como Globocabo, Acesita e Eletropaulo, alcançaram giro anual de apenas 0,56, 0,68 e 0,72, respectivamente, no mesmo ano.

Para proteger adequadamente os debenturistas em um mercado secundário quase inexistente, seria esperado um monitoramento mais restritivo e custos mais elevados da dívida para mitigar conflitos de interesses entre debenturistas e acionistas — como foi sugerido por Jensen e Meckling (1976) e confirmado empiricamente por Smith e Warner (1979). Assim, o objetivo neste estudo é entender melhor quais mecanismos e cláusulas têm sido exigidos por debenturistas.

Neste artigo, analisam-se 119 escrituras de debêntures emitidas entre 1998 e 2001 e 141 emitidas entre 2002 e 2005 no Brasil, avaliando se os possíveis debenturistas exigem cláusulas restritivas resultantes do possível conflito com os acionistas. Comparando com os estudos anteriores de Anderson (1999) e de Filgueira e Leal (2001), foram encontradas evidências empíricas de que:

- houve maior número de debêntures emitidas sem indexação da inflação, mas com taxa flutuante para atender às exigências do mercado;
- não existiram grandes mudanças no prazo de emissão;
- houve cláusulas menos restritivas em relação às ações de distribuição e de financiamento adicional;
- houve cláusulas mais restritivas em relação à mudança de controle e de não-constituição de garantias reais.

Existe ainda evidência empírica de que o papel do patrocinador pode mitigar parcialmente riscos assumidos pelos debenturistas.

Pela comparação com estudos anteriores e pela observação das mudanças nas condições de mercado, pode-se melhor desenhar as cláusulas contratuais para atender às exigências dos investidores. As cláusulas de ordem financeira e operacional (como índice de cobertura do serviço da dívida e/ou juros) não são facilmente encontradas nas escrituras de debêntures no Brasil, mas são bastante comuns nas norte-americanas. O dinamismo setorial da empresa emitente pode explicar parcialmente esse padrão. Por exemplo, as companhias de telecomunicações e de energia estão sujeitas as mudanças constantes nas regras do setor, incluindo possíveis fusões e estruturação de tarifas após o início da desregulamentação em 2002.

As demais partes deste artigo estão organizadas da seguinte forma: na seção 2 são oferecidas considerações acerca do conflito entre acionistas e debenturistas e custos de representação; na seção 3 é apresentada uma visão geral sobre a emissão de debêntures no Brasil; na seção 4 descrevem-se os dados e os métodos utilizados para analisar contratos de debêntures; na seção 5 analisam-se os principais resultados do estudo relatado; e, finalmente, na seção 6 apresenta-se a conclusão.

## 2. OS CONFLITOS ENTRE DEBENTURISTAS E ACIONISTAS E OS CUSTOS DE AGÊNCIA

Os acionistas podem expropriar riquezas de debenturistas de diversas maneiras. Por exemplo, podem pagar a si mesmos os dividendos, ou podem recomprar ações, ou ainda investir em projetos de alto risco através da emissão adicional de dívida. Os debenturistas tentam conter essas ações com o uso de cláusulas restritivas (do inglês *negative and positive covenants*): por exemplo, com cláusulas negativas que incidem diretamente sobre as ações administrativas, restringindo, portanto, a habilidade de a administração transferir riquezas. Enquanto isso, outra cláusula influencia indiretamente as ações administrativas e oferece mecanismos para os tomadores pagarem antecipadamente, se a qualidade do crédito do emitente deteriorar-se.

Como mencionado por Jensen e Meckling (1976) e Smith e Warner (1979), as cláusulas de dívida podem reduzir o custo do risco moral associado a financiamentos de dívidas e, portanto, diminuir as interferências da administração no valor da dívida. Além disso, as cláusulas permitem que credores antecipem o vencimento caso o emitente, por exemplo, não siga regras preestabelecidas.

No entanto, há um equilíbrio no estabelecimento de cláusulas. Pelo lado dos debenturistas, custos associados com as cláusulas incluem monitoramento e a possibilidade de renegociação do contrato da dívida. Pelo lado da empresa tomadora, as cláusulas podem levar a decisões financeiras menos racionais e a investimentos menores. As cláusulas também aumen-

tam a necessidade de uma recontração. Se a qualidade do crédito deteriorar-se, os credores podem querer renegociar os termos do contrato, isto é, impor taxas de juros mais altas, mais garantias, ou mais restrições nas atividades futuras. Da mesma forma, se a qualidade do crédito melhorar, os tomadores vão querer renegociar os termos da dívida com os atuais credores, ou fazer uma operação de refinanciamento com os novos. Existem custos substanciais para esse tipo de nova contratação e, portanto, ela ocorre apenas quando os benefícios para uma das partes são suficientes para justificar tais custos adicionais.

De acordo com Rajan e Winton (1995), os empréstimos de curto prazo ou com opções de venda servem como mecanismos alternativos para controlar riscos morais e custos de seleção adversa. Ambos os mecanismos oferecem aos credores mais flexibilidade e controle do que as cláusulas de contrato. Esse argumento pode ser mais forte especialmente nos mercados emergentes, nos quais os custos de representação podem ser maiores, como foi confirmado por Anderson (1999).

Em geral, as debêntures distribuídas publicamente têm poucas cláusulas ou sem grande conteúdo. Essa característica explica o motivo pelo qual os empréstimos bancários possuem cláusulas mais restritivas, de tal forma que podem ser renegociadas e mudadas facilmente. A ausência de monitoramento por credores nas debêntures públicas estimula os administradores ao uso de ações que reduzem as riquezas dos debenturistas. Conseqüentemente, esses últimos exigem uma taxa maior nas debêntures, para compensar esses riscos.

Um outro aspecto importante é a reputação dos acionistas da empresa. Na ausência de garantias e de cláusulas mais restritivas, os investidores ainda podem sentir-se confortáveis em investir nos títulos de dívidas de uma empresa, cujos acionistas possuem uma reputação comprovada historicamente. Diamond (1989) oferece evidência dessa aquisição de reputação após repetidas emissões. A não-constituição de garantias reais e as cláusulas restritivas em relação à mudança de controle podem ser utilizadas para manter patrocinadores comprometidos com credores.

Em resumo, as teorias sugerem que existem características dos contratos, como cláusulas e prazo de vencimento, que podem ser utilizadas para reduzir seleções adversas e o custo de risco moral da dívida. Esses mecanismos têm um preço. No entanto, a existência de empréstimos de longo prazo e sem opção de venda, além de cláusulas e reputação do patrocinador ou controlador sugerem que os benefícios marginais e o custo dessas características contratuais não se igualam à dívida para pagamento à vista e sem cláusulas.

### 3. AS DEBÊNTURES NO BRASIL

Justifica-se um interesse especial em escrituras de emissão de debêntures colocadas no mercado de capitais brasileiro. Smith e Warner (1979) sugerem que o desenho de escrituras de emissão de debêntures pode mitigar os conflitos de agência

entre acionistas e debenturistas. Sob a hipótese de contratação dispendiosa, o desenho mais cuidadoso e, portanto, a contratação mais custosa, pode reduzir esses conflitos. À medida que as condições do mercado mudam, seria esperado que as cláusulas contratuais também mudassem, seguindo alterações impostas pelos mercados doméstico e internacional.

De fato, Filgueira e Leal (2001) confirmam que as cláusulas contratuais mudaram para acomodar-se à nova realidade brasileira (uma economia estável após 1994), quando compararam os dados de sua pesquisa, de 1989 a 1993, com os da de Anderson (1999), especificamente em relação à correção monetária, termos de recontração e prazos de vencimento.

No entanto, poucos fatores contribuíram para as mudanças no mercado de debêntures após 1998. Primeiro, após a desvalorização do real em relação ao dólar, a maioria das empresas tem procurado o mercado de capitais doméstico para refinar suas dívidas em dólar. Segundo, a maioria das empresas de infra-estrutura ou suas *holdings* têm procurado o mercado de debêntures para reestruturar suas dívidas e financiar a longo prazo suas aquisições. Terceiro, investidores institucionais também têm procurado debêntures como uma alternativa de oportunidade de investimento de longo prazo.

Parcialmente como resultado dos fatores citados, as emissões de debêntures no mercado primário alcançaram US\$ 6,2 bilhões em 2001 com 41 emissões, isto é, um volume médio emitido de US\$ 150 milhões. Sanvicente (2002) observou que de 201 debêntures emitidas de janeiro de 1997 a junho de 2001, apenas 73 emissões vêm de companhias abertas. Isso implica que empresas sem ações cotadas em bolsa também emitem debêntures.

As debêntures são recursos versáteis de financiamento de longo prazo. Por exemplo, podem ser estruturadas com juros fixos ou flutuantes, conversíveis ou não em ações, e com ou sem garantias. Além disso, as debêntures podem ser adaptadas para satisfazer às necessidades dos investidores. Os fundos de pensão no Brasil podem exigir que as debêntures sejam indexadas à inflação mais um *spread*, enquanto os fundos mútuos exigem uma remuneração à taxa livre de risco ou taxa bancária mais um *spread*. Para compensar as emissões de riscos elevados, investidores podem exigir um componente com características de *equity* (participação em vendas ou lucro operacional), na ausência, por exemplo, de acordos de garantias.

As debêntures no mercado brasileiro geralmente incluem cláusulas que prevêm a recontração. Essas cláusulas oferecem custo menor de transação e possibilidade de tanto o emitente quanto os debenturistas renegociarem os termos do contrato para refletir as mudanças de mercado e as condições de crédito do emitente. Além disso, as opções de compra e de venda estão geralmente disponíveis nas escrituras de emissão de debêntures.

Os destinos de recursos das emissões variam. Incluem a compra de ativos, mesmo novos ativos fixos ou negócios inteiros, pagamento de obrigações, levantamento de capital per-

manente ou temporário e cobertura de necessidades não planejadas. Dessa forma, as debêntures mostram sua flexibilidade quando comparadas com outras modalidades de financiamento no Brasil, como as linhas de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) que visam, principalmente, ao financiamento de novos ativos fixos (expansão e modernização, mas não aquisições). Observa-se que os fundos levantados pelas emissões também são destinados a outros pagamentos de passivos existentes.

Em termos de garantias, as debêntures podem ser classificadas inicialmente como garantidas e não-garantidas. Os acordos de garantia para debêntures incluem hipoteca, fiança de ativos, penhor de ações e de outros valores mobiliários. Debêntures com garantias flutuantes são limitadas a quaisquer outros ativos que não tenham sido oferecidos como garantia a outros credores preferenciais. As debêntures não-garantidas e subordinadas também se tornaram uma prática usual, como mostra a tabela 1.

Exige-se que empresas que desejam emitir títulos nos mercados de capitais brasileiros cumpram a Lei n.6.404/76 e alterações posteriores. Especificamente, os artigos de 52 a 74 tratam de emissão de debêntures. As principais disposições são:

- Artigo 58 — define acordos de garantias e estabelece prioridades de acordo com a data de emissão, por exemplo, emissões de títulos antigos têm prioridade sobre os novos.
- Artigo 59 — estabelece termos a serem incluídos na escritura de emissão de debêntures e exigência de aprovação de acionistas.
- Artigo 60 — estabelece a quantia máxima de emissão. Essa não pode ultrapassar a quantia de subscrição. Contudo, certas emissões podem ultrapassar tal limite, desde que: títulos garantidos não ultrapassem 80% dos ativos da empresa e/ou

outra garantia fornecida por terceiros; garantia flutuante e emissão de debêntures não-garantidas não ultrapassem 70% do valor contábil do ativo, subtraída qualquer dívida ou garantia fornecida para outras partes. Os títulos subordinados não possuem limite de volume de emissão.

- Artigo 231 — estabelece que qualquer operação de aquisição, fusão ou cisão exige aprovação dos debenturistas (por exemplo, pelo menos 50% de aprovação dos debenturistas presentes à reunião de acionistas dos quais seja exigido que 10% votem).

Sendo valores mobiliários de renda fixa, as debêntures têm sido procuradas pelos investidores institucionais e fundos mútuos. Para responder à maior demanda dos investidores institucionais (especialmente fundos de pensão), os órgãos reguladores introduziram novas regras. A Resolução CMN n.2.829, de 29 de março de 2001, introduziu limites de aplicação para os fundos de pensão. Mais especificamente, eles foram limitados a investir 30% das debêntures de risco médio ou alto. Como um esforço para oferecer mais transparência, a Resolução CMN n.2.922, de 17 de janeiro de 2002, estabeleceu que as emissões de debêntures precisam ter avaliações de risco de duas agências distintas.

## 4. DADOS E METODOLOGIA

### 4.1. A amostra

As amostras estudadas neste trabalho consistem de 119 escrituras de debêntures emitidas entre janeiro de 1998 e dezembro de 2001 e de 141 emitidas entre janeiro de 2002 e dezembro de 2005 no Brasil. Durante esses oito anos, 346

**Tabela 1**

### **Volume de Emissões de Debêntures no Brasil por Tipo de Garantia Período de 1995 a 2005**

(US\$ Milhões)

Ano	Número de Emissões	Com Garantia Real		Com Garantia Flutuante		Quirografárias		Subordinadas		Total		Média
1995	78	313	4%	611	8%	—	0%	6.916	88%	7.840	100%	100
1996	88	1.060	14%	1.172	15%	116	2%	5.268	69%	7.617	100%	87
1997	62	378	4%	776	9%	—	0%	7.885	87%	9.039	100%	146
1998	61	1.817	25%	603	8%	126	2%	4.645	65%	7.191	100%	118
1999	38	779	15%	816	16%	1.141	22%	2.338	46%	5.074	100%	134
2000	42	1.115	24%	1.036	22%	678	14%	1.888	40%	4.717	100%	112
2001	41	1.882	31%	721	12%	1.724	28%	1.832	30%	6.159	100%	150
2002	49	1.686	20%	100	1%	4.690	55%	2.080	24%	8.556	100%	175
2003	24	405	13%	234	7%	1.840	58%	700	22%	3.179	100%	132
2004	44	2.874	31%	374	4%	5.497	60%	380	4%	9.125	100%	207
2005	59	2.315	18%	1.250	10%	7.918	62%	1.350	11%	12.833	100%	218

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures (SND) ([www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)).

debêntures foram registradas na CVM. Foram excluídas as emissões de companhias de *leasing* (34 emissões) e as emissões por sociedades com propósito específico (22 emissões), limitando-se a amostra a instituições não-financeiras. Além disso, 30 emissões não foram incorporadas, uma vez que essas escrituras não estavam disponíveis na época da análise. Foram ainda consideradas as séries com características distintas, em termos de estrutura de preço, por exemplo, na mesma emissão. Essa consideração resultou em 58 emissões adicionais para a amostra, sendo 8 do período de 1998 a 2001. O Anexo A mostra a classificação da amostra por setor e o Anexo B apresenta os principais destinos de recursos das debêntures emitidas publicamente nos períodos de análise.

## 4.2. Metodologia

Para analisar como as cláusulas contratuais das debêntures acompanham as mudanças do mercado, foi seguida a metodologia adotada por Filgueira e Leal (2001) que consideraram cada tentativa de encontrar uma determinada cláusula como uma variável aleatória binomial. A hipótese básica é que, em cada tentativa, um certo evento de interesse pode ocorrer ou não. Suas respectivas probabilidades são denotadas por  $p$  e  $1-p$ , e não se espera que mudem de uma tentativa para outra. Uma outra hipótese implícita é a da independência das tentativas.

A meta é examinar se existe qualquer mudança estatisticamente significativa nas cláusulas contratuais entre o período de 1998 a 2001 e o período anterior a 1998 e entre o período de 2002 a 2005 e os períodos de 1998 a 2001 e anterior a 1998. O número total de tentativas corresponde ao número total de contratos estudados na amostra deste estudo. Pela obtenção da frequência de ocorrência de cada cláusula contratual das debêntures, foi analisado se, em um intervalo de confiança de 95%, pode ser rejeitada a hipótese nula de que as cláusulas se mantiveram nos três períodos.

Seguindo o trabalho de Anderson (1999), foram classificadas as cláusulas contratuais de acordo com remuneração, prazo de vencimento, cláusulas de dividendos, cláusulas de investimento e de financiamento. Os resultados foram comparados com aqueles do próprio Anderson (1999) e de Filgueira e Leal (2001).

## 5. A ANÁLISE DAS ESCRITURAS DAS DEBÊNTURES DA AMOSTRA

Foram analisadas as escrituras de emissão de debêntures em termos de características de correção monetária, características de vencimento antecipado e cláusulas de dividendo, investimento e financiamento. Nesta seção, é apresentada a análise de escrituras de debêntures emitidas de janeiro de 1998 a dezembro de 2001 e de janeiro de 2002 a dezembro de 2005. Conforme destacado, cada resultado foi comparado entre esses

dois períodos e com aqueles obtidos por Anderson (1999) — janeiro de 1989 a dezembro de 1993 — e por Filgueira e Leal (2001) — julho de 1994 a dezembro de 1997. Esses resultados estão resumidos nas tabelas de 2 a 6.

### 5.1. Características de correção monetária

Quanto às características de correção monetária, seria esperada menor frequência de debêntures indexadas à inflação, uma vez que a economia se estabilizou. Filgueira e Leal (2001) confirmaram esse fato quando compararam seus resultados com as descobertas de Anderson (1999), essas últimas relativas a um período de inflação alta. Na tabela 2 constam as alterações nas cláusulas de correção monetária e juros remuneratórios.

Como mostrado na tabela 2, foi rejeitada a hipótese nula de que o nível de debêntures indexadas se manteve o mesmo. Na verdade, a frequência de debêntures indexadas à inflação diminuiu de 88%, no período de 1989 a 1993, para 32%, de 1998 a 2001, e para 20%, de 2002 a 2005.

A mesma observação aplicar-se-ia a debêntures de denominação em moeda estrangeira. Indexação à variação da taxa cambial serviu como uma proteção contra a inflação para os investidores até 1994. Depois da estabilização econômica, essa proteção não era mais necessária. Por outro lado, as empresas começaram a ter acesso aos mercados de capitais internacionais para levantar fundos mais baratos em moeda estrangeira e, portanto, não havia mais necessidade de acessar o mercado nacional para emitir debêntures com tais características.

A taxa interbancária (conhecida como CDI) tornou-se o parâmetro para a indústria de fundos mútuos nos últimos anos. Portanto, seria esperado que juros flutuantes se tornassem mais populares nas emissões de debêntures. Isso é confirmado pelo aumento da frequência de emissões de debêntures com juros flutuantes, aumentando de 9% no período de 1989 a 1993 para 65% no período de 1998 a 2001 e depois para 80% no período de 2002 a 2005. Por outro lado, a presença de emissões de debêntures com juros fixos tornou-se estatisticamente mais baixa. Esse resultado é consistente com o menor uso de debêntures indexadas, uma vez que a taxa de juros fixa é normalmente usada em conjunto com cláusulas de correção monetária.

Em geral, essa preferência do mercado de debêntures por taxas de juros flutuantes em vez de indexação à inflação é consistente com as necessidades de os investidores se protegerem contra a alta volatilidade das taxas de juros nacionais. Sabe-se que o mercado local passou por sucessivas crises depois de 1994, mas a inflação foi mantida sob controle.

### 5.2. Características referentes a vencimento antecipado

As mudanças em cláusulas de vencimento antecipado são apresentadas na tabela 3. A hipótese de Anderson (1999) é que a recontração reduz os custos de agência, uma vez que

**Tabela 2**  
**Alterações nas Cláusulas de Correção Monetária e Juros Remuneratórios**

Cláusulas	Frequência na Amostra (em porcentagem)				Teste Estatístico Comparando os Períodos (Intervalo de Confiança de 95%)			
	1989- 1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994- 1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998- 2001 <sup>(3)</sup> (n=119)	2002- 2005 <sup>(4)</sup> (n=141)	1998-2001 com 1989-1993	1998-2001 com 1994-1997	2002-2005 com 1994-1997	2002-2005 com 1998-2001
<b>Correção Monetária</b>								
Nenhuma indexação	0	41	68	78	Maior	Maior	Maior	Maior
Indexação à inflação	88	59	32	20	Menor	Menor	Menor	Menor
Indexação à variação cambial	12	0	0	2	Menor	Igual	Maior	Maior
<b>Juros Remuneratórios</b>								
Nenhuma cláusula de remuneração de juros	36	3	3	0	Menor	Igual	Menor	Menor
Juros fixos	56	57	33	21	Menor	Menor	Menor	Menor
Juros flutuantes	7	5	18	76	Maior	Maior	Maior	Maior
Juros flutuantes adicionados à parcela de juros fixos ( <i>spread</i> )	2	34	47	4	Maior	Maior	Menor	Menor

Fontes: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993.

<sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997.

<sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 1998 a dezembro 2001.

<sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 2002 a dezembro 2005.

**Tabela 3**  
**Alterações nas Cláusulas de Vencimento Antecipado**

Cláusulas de Vencimento Antecipado	Frequência na Amostra (em porcentagem)				Teste Estatístico Comparando os Períodos (Intervalo de Confiança de 95%)			
	1989- 1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994- 1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998- 2001 <sup>(3)</sup> (n=119)	2002- 2005 <sup>(4)</sup> (n=141)	1998-2001 com 1989-1993	1998-2001 com 1994-1997	2002-2005 com 1994-1997	2002-2005 com 1998-2001
Nenhum vencimento antecipado	18	1	9	3	Menor	Maior	Igual	Menor
Repactuação programada	66	26	28	7	Menor	Igual	Menor	Menor
Provisão para resgate antecipado	60	98	84	28	Maior	Menor	Menor	Menor
Provisão para resgate antecipado e repactuação programada	61	25	23	9	Menor	Igual	Menor	Menor
Provisão para resgate antecipado ou repactuação programada	82	99	89	36	Maior	Menor	Menor	Menor

Fontes: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993.

<sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997.

<sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 1998 a dezembro 2001.

<sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 2002 a dezembro 2005.

as condições negociadas podem ser renovadas para refletir qualquer nova percepção sobre risco. A frequência de recontração programada diminuiu de 66%, no período de 1989 a 1993, para 26%, de 1994 a 1997, aumentou para 28%, de 1998 a 2001, e diminuiu para 7% de 2002 a 2005, indicando que a estabilidade econômica, ao reduzir riscos e custos de agência, faz a recontração ocorrer com menor frequência.

Quanto à provisão para resgate, a empresa emitente teria uma opção para pagamento antecipado de suas debêntures antes do vencimento sob certas condições. A frequência de provisão para resgate aumentou de 60%, no período de 1989 a 1993, para 98%, de 1994 a 1997, indicando que funcionava como uma alternativa para a recontração do ajuste do custo do financiamento à taxa de mercado; no entanto, diminuiu para

84% de 1998 a 2001 e para 28% de 2002 a 2005. Essa diminuição ocorreu concomitantemente ao aumento total na frequência das características de juros com taxa flutuante, de 39%, no período de 1994 a 1997, para 65%, de 1998 a 2001, e para 80%, de 2002 a 2005 (vide tabela 2). De fato, a taxa de juros flutuante pode tornar a provisão para resgate menos útil como um meio para ajustar o custo do financiamento à taxa de mercado.

### 5.3. Cláusulas relativas a dividendos, investimento e financiamento

Poder-se-ia, ainda, investigar como mudanças recentes nas condições do mercado têm afetado o perfil das escrituras de debêntures, com respeito a cláusulas negativas sobre dividendo, investimento e financiamento. Na tabela 4 constam as alterações nos compromissos relativos a dividendos.

Observa-se na tabela 4 que foram encontradas evidências empíricas de que houve um aumento no período de 1998 a 2001, seguido de uma diminuição de 2002 a 2005, na frequência de emissões de debêntures sem cláusulas relativas a dividendos. Esse aumento ocorrido no período de 1998 a 2001 não seria uma surpresa se a maioria das empresas fosse registrada na bolsa de valores e, conseqüentemente, nenhum pagamento mínimo de dividendo seria exigido, como observado por Sanvicente (2002). Entretanto, nesse período, a frequência da cláusula de dividendo é mais baixa entre empresas listadas (47%) do que entre empresas não-listadas (58%) da amostra, como apresentado no Anexo C.

Outros resultados incluem ocorrências sobre:

- dividendos não permitidos quando em atraso de pagamento aos debenturistas, que diminuíram de 68% no período de

1989 a 1993 e 70% de 1994 a 1997 para 47% de 1998 a 2001 e aumentam para 67% de 2002 a 2005;

- dividendos como função de variáveis de relatórios financeiros ou restrição sobre fluxos de caixa para partes relacionadas, que têm sido muito baixos em todos os períodos. Esses resultados indicam que debenturistas podem não estar protegidos adequadamente contra problemas de agência.

Quando consideradas as cláusulas demonstradas na tabela 5, e em comparação com os períodos anteriores, observaram-se duas mudanças importantes de 1998 a 2001, ambas estatisticamente significativas: uma frequência maior de vencimento antecipado no caso de mudança de controle e uma frequência maior de proibição de alienação de ativos capitais. Já para o período de 2002 a 2005, além de aumento expressivo em relação às cláusulas citadas para 1998 a 2001, também se pode observar significativo aumento em relação à manutenção de seguros para propriedades e à proibição de operações além do objeto social da empresa. Como resultado geral, observa-se aumento de 68% de 1998 a 2001 para 98% de 2002 a 2005 na presença de pelo menos uma cláusula de compromisso relativo a investimento, indicando maior proteção em relação aos interesses dos debenturistas e, portanto, compensando o baixo uso de cláusulas relativas a dividendos.

Os emitentes mais recentes incluem-se, em sua maioria, nos setores de infra-estrutura e petróleo e gás, além de em empresas privatizadas recentemente ou em suas *holdings*. É senso comum que essas emissões sejam caracterizadas mais pela confiança no patrocinador (controlador) do que nos próprios emitentes. Notoriamente, a estrutura de propriedade dessas empresas tem um limite de exposição (por exemplo, ser um

**Tabela 4**

#### **Alterações nos Compromissos Relativos a Dividendos**

Compromissos Relativos a Dividendos	Frequência na Amostra (em porcentagem)				Teste Estatístico Comparando os Períodos (Intervalo de Confiança de 95%)			
	1989-1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994-1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998-2001 <sup>(3)</sup> (n=119)	2002-2005 <sup>(4)</sup> (n=141)	1998-2001 com 1989-1993	1998-2001 com 1994-1997	2002-2005 com 1994-1997	2002-2005 com 1998-2001
Nenhum	32	27	48	27	Maior	Maior	Igual	Menor
Nenhum pagamento de dividendo permitido quando em atraso nos pagamentos aos debenturistas	68	70	47	67	Menor	Menor	Igual	Maior
Restrições ao pagamento de dividendos em função de variáveis das demonstrações contábeis	8	4	5	6	Igual	Igual	Igual	Igual
Outras restrições ao fluxo de caixa para as partes relacionadas	2	10	3	0	Igual	Menor	Menor	Menor

Fontes: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993.

<sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997.

<sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 1998 a dezembro 2001.

<sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 2002 a dezembro 2005.

Tabela 5

## Alterações nos Compromissos Relativos a Investimentos

Compromissos Relativos a Investimentos	Frequência na Amostra (em porcentagem)				Teste Estatístico Comparando os Períodos (Intervalo de Confiança de 95%)			
	1989-1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994-1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998-2001 <sup>(3)</sup> (n=119)	2002-2005 <sup>(4)</sup> (n=141)	1998-2001 com 1989-1993	1998-2001 com 1994-1997	2002-2005 com 1994-1997	2002-2005 com 1998-2001
Nenhum	52	29	32	2	Menor	Igual	Menor	Menor
Manter seguros para as propriedades	32	36	29	49	Igual	Igual	Maior	Maior
Proibição de operações além do objeto social da empresa	28	38	31	67	Igual	Igual	Maior	Maior
Investimento limitado ou referido	8	13	4	3	Igual	Menor	Menor	Igual
Vencimento acelerado no evento de mudança da propriedade e/ou controle acionário do emissor	10	20	28	52	Maior	Maior	Maior	Maior
Restrição ao controle por parte do emissor sobre o ativo garantido	12	32	20	5	Maior	Menor	Menor	Menor
Proibição à alienação de ativos capitais (incluindo restrição)	4	5	16	23	Maior	Maior	Maior	Maior
Conduzir as relações com zelo e/ou observar regulamentos padrões	8	7	0	0	Menor	Menor	Menor	Igual

Fontes: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993.

<sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997.

<sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 1998 a dezembro 2001.

<sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 2002 a dezembro 2005.

fiador para emissões de debêntures). Ilustrativamente, fundos de pensão e fundos de *private equity* não podem oferecer acordos de garantia para as empresas em que investiram. Para compensar essa falta de acordos sobre garantias corporativas, emitentes poderiam oferecer a debenturistas a

não-constituição de garantias reais e o vencimento antecipado, no caso de mudança no controle da empresa emissora.

Pode-se observar, ainda, que no Brasil as debêntures têm sido caracterizadas pelo baixo uso de cláusulas financeiras,

Tabela 6

## Alterações nos Compromissos Relativos a Financiamentos

Compromissos Relativos a Investimentos	Frequência na Amostra (em porcentagem)				Teste Estatístico Comparando os Períodos (Intervalo de Confiança de 95%)			
	1989-1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994-1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998-2001 <sup>(3)</sup> (n=119)	2002-2005 <sup>(4)</sup> (n=141)	1998-2001 com 1989-1993	1998-2001 com 1994-1997	2002-2005 com 1994-1997	2002-2005 com 1998-2001
Nenhum	80	31	73	75	Igual	Maior	Maior	Igual
Restrições à dívida adicional	4	16	15	21	Maior	Igual	Igual	Igual
Garantias de terceiros sobre a dívida	16	24	12	3	Igual	Menor	Menor	Igual
Dívida privilegiada	14	16	9	0	Igual	Menor	Menor	Menor
Direito de troca por novas emissões de dívida	4	44	3	0	Igual	Menor	Menor	Menor

Fontes: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993.

<sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997.

<sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 1998 a dezembro 2001.

<sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a amostra de janeiro 2002 a dezembro 2005.

como confirmado na tabela 6. Apenas a cláusula de restrições à dívida adicional tem sido usada com maior frequência, apresentado as demais grande redução. A confiança nos patrocinadores e o uso da não-constituição de garantias reais podem explicar parcialmente essa tendência.

Assim, os resultados podem ser resumidos em:

- mais emissões de debêntures sem características de inflação indexada, mas com características de juros com taxa flutuante para satisfazer às necessidades do mercado;
- confirmação de menor uso de reconstrução devido à estabilidade econômica, bem como menor uso de provisão de resgate devido às cláusulas de juros com taxa flutuante;
- cláusulas menos restritivas (ou sem restrição) com respeito a financiamentos;
- cláusulas mais rígidas relativas a mudança no controle e não-constituição de garantias reais.

## 6. OBSERVAÇÕES FINAIS

Ao estabelecer as características dos títulos, observa-se que os debenturistas exigem aquelas de governança corporativa nas escrituras. Seria esperado que essas características inclu-

íssem monitoramento rígido e custos operacionais para proteger debenturistas contra problemas de agência e atenuar conflitos de interesse entre os reivindicantes; contudo, as práticas de mercado não confirmam essa expectativa.

Na verdade, foram encontradas evidências empíricas de que tem havido *looser covenants* com respeito a ações de financiamento. Apesar de as cláusulas de financiamento relativas a não-constituição de garantias reais e vencimento antecipado no caso de mudança no controle poderem atenuar parcialmente o risco para os debenturistas, eles podem não estar protegidos adequadamente contra problemas de representação. Por exemplo, casos recentes de inadimplência no mercado de capitais de títulos, como o da BCP Telecom, podem ter assinalado para debenturistas que é necessário mais do que simples confiança nos patrocinadores.

As questões de governança no Brasil relacionadas a debêntures podem representar mais oportunidades de pesquisa. Alguns exemplos podem incluir: cláusulas financeiras e operacionais, como é usual em algumas emissões de *Eurobonds*; o papel de um agente fiduciário para supervisionar o desempenho da empresa; e o papel da liquidez no mercado secundário. ♦

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, Christopher W. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of Brazilian corporate debentures. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, v.51, n.1, p.45-84, Jan. 1999.

DIAMOND, Douglas W. Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economics*, University of Chicago Press, v.97, n.4, p.828-862, Aug. 1989.

FILGUEIRA, Antônio L.L.; LEAL, Ricardo P.C. *An analysis of Brazilian bond indentures after the economic stabilization*. Working Paper. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm:

managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Harvard University Press, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.

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

SANVICENTE, Antonio Z. Evolução recente do mercado primário de debêntures. *Revista da CVM*, Rio de Janeiro, n.34, p.63-70, jan. 2002.

SMITH, C.; WARNER, J. On financial contracting. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, v.7, n.2, p.117-161, June 1979.

## ABSTRACT

### Corporate governance embedded in corporate bond indentures issued in Brazil

Corporate bonds have been one of the major sources of medium and long-term financing in Brazil. We analyze how corporate bond covenants have been used to mitigate agency costs between shareholders and bondholders. Our data includes 119 corporate bond indentures issued from 1998 to 2001 and 141 issued from 2002 to 2005 in Brazil. This paper analyzes whether public investors have demanded stricter terms in corporate bond indentures. When comparing to previous studies of Anderson (1999) and of Filgueira and Leal (2001), we found empirical evidence that: more bond issues with no indexed inflation features, but more floating rate interest features to match market needs; no major changes for contingent maturity features; loose covenants with respect to dividend and financing actions; and tighter covenants regarding change in control and/or ownership and negative pledge. There is empirical evidence that the role of sponsor may partially mitigate risks borne by bondholders.

**Uniterms:** corporate bonds, Brazil, corporate governance.

**Gobierno corporativo incorporado en las escrituras de debentures emitidos en Brasil**

La emisión de debentures ha sido una de las más importantes fuentes de financiamiento de mediano y largo plazos en Brasil. En este artículo, se analiza cómo las cláusulas de las escrituras de emisión de debentures han sido utilizadas para reducir los costos de agencia entre accionistas y obligacionistas. Los datos incluyen 119 escrituras de debentures emitidos entre 1998 y 2001 y 141 emitidos entre 2002 y 2005 en Brasil. Se analiza si los inversionistas exigen cláusulas restrictivas en las escrituras. Cuando comparados a estudios anteriores de Anderson (1999) y de Filgueira y Leal (2001), se encuentran evidencias empíricas de que: hay mayor número de debentures emitidos sin indexación a la inflación, pero con tasa de interés flotante para atender a las necesidades del mercado; no se observan cambios significativos en el plazo de emisión; hay cláusulas menos restrictivas con relación a las acciones de distribución y de financiamiento adicional; y hay cláusulas más restrictivas con relación al cambio de control y de no constitución de garantías reales. Existe evidencia empírica de que el papel del patrocinador puede reducir riesgos asumidos por los debenturistas.

**Palabras clave:** debentures, Brasil, gobierno corporativo.

**Anexo A: Subdivisão das Emissões de Debêntures por Setor**

A tabela A-1 apresenta a subdivisão da amostra de debêntures em seis setores de atividade no período de 1998 a 2001, por critérios de volume financeiro e número de emissões. Nesse período, a área de infra-estrutura respondeu por 52% do volume total, seguida por setores de capital intensivo como mineração, petróleo e gás, químico e petroquímico. Na tabela A-2 pode-se observar que essa área continua representando a maior parte (57%) do volume total no período de 2002 a 2005, e que outras áreas apresentaram diferenças significativas.

**Tabela A-1****Subdivisão da Amostra de Debêntures — Período de 1998 a 2001**

Setor de Atividade	Volume Total da Amostra		Debêntures na Amostra	
	R\$ Milhões	%	Número	%
Papel e Celulose	330,0	1,1	3	2,5
Mineração / Gás / Petróleo	3.215,0	10,3	4	3,4
Petroquímico / Químico	751,6	2,4	5	4,2
Energia / Telecomunicações / Transporte / TV / Saneamento	16.294,1	52,1	53	44,5
Siderurgia	2.797,8	8,9	5	4,2
Outros (Construção / Alimentação / Varejo / Têxtil / Máquinas e Equipamentos / Bens de Consumo / Fertilizantes / Participações / Entretenimento / Outros)	7.884,5	25,2	49	41,2
<b>Total</b>	<b>31.273,0</b>	<b>100,0</b>	<b>119</b>	<b>100,0</b>

**Tabela A-2****Subdivisão da Amostra de Debêntures — Período de 2002 a 2005**

Setor de Atividade	Volume Total da Amostra		Debêntures na Amostra	
	R\$ Milhões	%	Número	%
Papel e Celulose	1.536,0	4,6	4	2,8
Mineração / Gás / Petróleo	300,0	0,9	1	0,7
Petroquímico / Químico	3.630,0	10,8	7	5,0
Energia / Telecomunicações / Transporte / TV / Saneamento	19.045,6	56,9	92	65,2
Siderurgia	3.495,0	10,4	10	7,1
Outros (Construção / Alimentação / Varejo / Têxtil / Máquinas e Equipamentos / Bens de Consumo / Fertilizantes / Participações / Entretenimento / Outros)	5.483,3	16,4	27	19,1
<b>Total</b>	<b>33.489,9</b>	<b>100,0</b>	<b>141</b>	<b>100,0</b>

**Anexo B: Finalidades da Emissão de Debêntures**

As tabelas B-1 e B-2 apresentam a subdivisão da amostra de debêntures por finalidade de emissão. Vale ressaltar que no período de 2002 a 2005 (tabela B-2) houve investimento em participação acionária, mas esse tipo de investimento passa a vir acompanhado de outro tipo de emissão; portanto, todo o valor referente a esse tipo de investimento está incluído em “Mais de uma finalidade listada acima”.

**Tabela B-1****Destinos dos Recursos das Debêntures — Período de 1998 a 2001**

Finalidade da Emissão	Volume Total da Amostra		Debêntures na Amostra	
	R\$	%	Número	%
Reestruturação da dívida	15.453.538.000	49	52	44
Investimento em ativos fixos	10.466.141.556	34	43	36
Investimento em participação acionária	2.887.800.000	9	4	3
Capital de giro	639.300.000	2	7	6
Mais de uma finalidade listada acima	926.459.000	3	6	5
Não especificada	900.000.000	3	7	6
<b>Total</b>	<b>31.273.238.556</b>	<b>100</b>	<b>119</b>	<b>100</b>

**Tabela B-2****Destinos dos Recursos das Debêntures — Período de 2002 a 2005**

Finalidade da Emissão	Volume Total da Amostra		Debêntures na Amostra	
	R\$	%	Número	%
Reestruturação da dívida	13.583.379.294	41	52	37
Investimento em ativos fixos	150.000.000	0*	1	1
Investimento em participação acionária	0	0	0	0
Capital de giro	2.724.000.000	8	8	6
Mais de uma finalidade listada acima	15.782.542.500	47	79	56
Não especificada	1.250.000.000	4	1	1
<b>Total</b>	<b>33.489.921.794</b>	<b>100</b>	<b>141</b>	<b>100</b>

Nota: \* Valor sem arredondamento = 0,45%.

**Anexo C: Comparação entre Empresas Listadas e Não-Listadas nas Bolsas de Valores****Resumo das Comparações entre os Estudos**

Cláusulas	Frequência na Amostra (em Porcentagem)							
	1989-1993 <sup>(1)</sup>	1994-1997 <sup>(2)</sup>	1998-2001 <sup>(3)</sup>	1998-2001 <sup>(4)</sup>	1998-2001 <sup>(5)</sup>	2002-2005 <sup>(6)</sup>	2002-2005 <sup>(7)</sup>	2002-2005 <sup>(8)</sup>
	(n=50)	(n=96)	Total (n=119)	Listadas (n=74)	Não-Listadas (n=45)	Total (n=141)	Listadas (n=112)	Não-Listadas (n=29)
<b>Correção Monetária</b>								
Nenhuma indexação	0	41	68	69	67	78	79	76
Indexação à inflação	88	59	32	31	33	20	19	24
Indexação à variação cambial	12	0	0	0	0	2	3	0

(Continua...)

### Anexo C: Comparação entre Empresas Listadas e Não-Listadas nas Bolsas de Valores Resumo das Comparações entre os Estudos

(Continuação)

Cláusulas	Frequência na Amostra (em Porcentagem)							
	1989-1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994-1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998-2001 <sup>(3)</sup> Total (n=119)	1998-2001 <sup>(4)</sup> Listadas (n=74)	1998-2001 <sup>(5)</sup> Não-Listadas (n=45)	2002-2005 <sup>(6)</sup> Total (n=141)	2002-2005 <sup>(7)</sup> Listadas (n=112)	2002-2005 <sup>(8)</sup> Não-Listadas (n=29)
<b>Juros Remuneratórios</b>								
Nenhuma cláusula de remuneração de juros	36	3	3	1	4	0	0	0
Juros fixos	56	57	33	30	38	21	19	28
Juros flutuantes	7	5	18	15	20	76	78	69
Juros flutuantes adicionados à parcela de juros fixos ( <i>spread</i> )	2	34	47	54	38	4	4	3
<b>Vencimento Antecipado</b>								
Nenhum vencimento antecipado	18	1	9	8	9	3	2	8
Repactuação programada	66	26	28	32	22	7	11	0
Provisão para resgate antecipado	60	98	84	82	89	34	34	33
Provisão para resgate antecipado e repactuação programada	61	25	23	26	20	9	8	25
Provisão para resgate antecipado ou repactuação programada	82	99	89	89	91	36	45	33
<b>Compromissos Relativos a Dividendos</b>								
Nenhum	32	27	48	50	44	27	27	28
Nenhum pagamento de dividendo permitido quando em atraso nos pagamentos aos debenturistas	68	70	47	42	54	67	66	72
Restrições ao pagamento de dividendos em função de variáveis das demonstrações contábeis	8	4	5	5	4	6	7	0
Outras restrições ao fluxo de caixa para as partes relacionadas	2	10	3	4	0	0	0	0
<b>Compromissos Relativos a Investimentos</b>								
Nenhum	52	29	32	32	33	2	0	11
Manter seguros para propriedades	32	36	29	31	24	49	46	57
Proibição de operações além do objeto social da empresa	28	38	31	30	31	67	69	61
Investimento limitado ou referido	8	13	4	4	4	3	4	0
Vencimento acelerado no evento de mudança na propriedade e/ou controle acionário do emissor	10	20	28	30	24	52	54	43

(Continua...)

### Anexo C: Comparação entre Empresas Listadas e Não-Listadas nas Bolsas de Valores Resumo das Comparações entre os Estudos

(Continuação)

Cláusulas	Frequência na Amostra (em Porcentagem)							
	1989-1993 <sup>(1)</sup> (n=50)	1994-1997 <sup>(2)</sup> (n=96)	1998-2001 <sup>(3)</sup> Total (n=119)	1998-2001 <sup>(4)</sup> Listadas (n=74)	1998-2001 <sup>(5)</sup> Não-Listadas (n=45)	2002-2005 <sup>(6)</sup> Total (n=141)	2002-2005 <sup>(7)</sup> Listadas (n=112)	2002-2005 <sup>(8)</sup> Não-Listadas (n=29)
Restrição ao controle por parte do emissor sobre o ativo garantido	12	32	20	23	13	5	4	7
Proibição à alienação de ativos capitais (incluindo restrição)	4	5	16	17	16	23	21	29
Conduzir as relações com zelo e/ou observar regulamentos padrões	8	7	0	0	0	0	0	0
<b>Compromissos Relativos a Financiamentos</b>								
Nenhum	80	31	73	66	84	75	74	81
Restrições à dívida adicional	4	16	15	23	4	21	20	25
Garantias a terceiros sobre a dívida	16	24	12	10	13	3	3	0
Dívida privilegiada	14	16	9	12	5	0	0	0
Direito de troca por novas emissões de dívida	4	44	3	4	0	0	0	0

Fonte: <sup>(1)</sup> Anderson (1999), para a amostra de janeiro 1989 a dezembro 1993. <sup>(2)</sup> Filgueira e Leal (2001), para a amostra de julho 1994 a dezembro 1997. <sup>(3)</sup> Análise deste estudo para a amostra total de janeiro 1998 a dezembro 2001. <sup>(4)</sup> Análise deste estudo para a subamostra de empresas listadas de janeiro 1998 a dezembro 2001. <sup>(5)</sup> Análise deste estudo para a subamostra de empresas não-listadas de janeiro 1998 a dezembro 2001. <sup>(6)</sup> Análise deste estudo para a amostra total de janeiro 2002 a dezembro 2005. <sup>(7)</sup> Análise deste estudo para a subamostra de empresas listadas de janeiro 2002 a dezembro 2005. <sup>(8)</sup> Análise deste estudo para a subamostra de empresas não-listadas de janeiro 2002 a dezembro 2005.

**inspiração**

**A administração eficaz  
concretiza-se em ações,  
mas começa com idéias.**

*A Rausp está voltada à disseminação de pesquisas e idéias que agreguem valor ao trabalho de acadêmicos e praticantes de Administração.*

www.rausp.usp.br

Para informações ligue (11) 3901-5922 ou 3818-4002  
e-mail: [rausp@usp.br](mailto:rausp@usp.br)

**Assine a Rausp**