

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

THAYSE MACHADO GUIMARÃES

**AQUISIÇÃO DE DEBÊNTURES POR FUNDOS MULTIMERCADOS: UM ESTUDO
CONSIDERANDO A PROTEÇÃO DOS CREDORES**

**UBERLÂNDIA-MG
SETEMBRO DE 2018**

THAYSE MACHADO GUIMARÃES

**AQUISIÇÃO DE DEBÊNTURES POR FUNDOS MULTIMERCADOS: UM ESTUDO
CONSIDERANDO A PROTEÇÃO DOS CREDORES**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

**UBERLÂNDIA-MG
SETEMBRO DE 2018**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

G963a Guimarães, Thayse Machado, 1988-
2018 Aquisição de debêntures por fundos multimercados [recurso eletrônico] : um estudo considerando a proteção dos credores / Thayse Machado Guimarães. - 2018.

Orientador: Rodrigo Fernandes Malaquias.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.te.2018.909>

Inclui bibliografia.

Inclui ilustrações.

1. Contabilidade. 2. Debêntures. 3. Fundos de investimentos. 4. Risco (Economia). 5. Empresas de financiamento. I. Malaquias, Rodrigo Fernandes, 1983-. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

THAYSE MACHADO GUIMARÃES

**AQUISIÇÃO DE DEBÊNTURES POR FUNDOS MULTIMERCADOS: UM ESTUDO
CONSIDERANDO A PROTEÇÃO DOS CREDORES**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Uberlândia, 26 de Setembro de 2018

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias (Orientador)
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Prof. Dr. William Eid Júnior
Fundação Getúlio Vargas – FGV

Prof. Dr. Pedro Luiz Albertin Bono Milan
Saint Paul Escola de Negócios

*À minha amada mãe Ilma,
razão da minha existência, educação, caráter, amor e maior saudade*

Dedico

AGRADECIMENTOS

A cada ciclo da vida, um novo agradecimento e, de maneira especial, gostaria de demonstrar minha gratidão aos que sempre foram essenciais em minha vida. Primeiramente, a Deus eu agradeço pelo dom da vida, pela sabedoria concedida e pela força que tenho quando estou em Tua presença. Obrigada não só pelo que conquistei até aqui, mas também (e especialmente) pelas pessoas maravilhosas que o Senhor colocou em meus caminhos.

À minha amada mãe Ilma (*in memoriam*), agradeço por ser eternamente minha inspiração e meu motivo para lutar pelos meus sonhos. Os anos que vivemos juntas foram lindos e de muito aprendizado. Obrigada, mamãe, por ter me ensinado a ser uma pessoa de bom coração e a não desistir. A saudade é grande, mas o orgulho que sinto por ser sua filha é maior ainda. Te amo e para sempre vou te amar.

Ao meu querido pai Sebastião (*in memoriam*), agradeço por ver tanto do senhor em mim, mesmo tendo vivido poucos anos contigo. Estarás sempre em meu coração e nesse meu jeito inquieto e sonhador de ser. O amor e as lembranças do que vivemos sempre me acompanham.

Aos meus irmãos, Thiago e Thayla, agradeço por serem meus melhores amigos, por serem parte de mim e por dividirem comigo o amor pela pesquisa e pela sala de aula. Sem vocês, não sei como teria superado as dificuldades que vivemos até aqui, e, para vocês, serei sempre a melhor pessoa possível. Amo vocês!!!

Ao meu esposo Paulo, agradeço pelo companheirismo. Você sempre me acompanhou e apoiou na jornada acadêmica e compreendeu minha ausência, dividiu as lutas e as alegrias da vida e nunca deixou de acreditar que eu conseguiria. Obrigada por todos os dias que partilhamos juntos, obrigada por me fazer feliz e por ser o meu amor. Te amo!

Ao meu sobrinho Lucas, minha gratidão por ter me permitido conhecer um dos sentimentos mais intensos, que é o amor de tia. Você é minha alegria e, como sempre falo, o coração da titia é seu. Ao meu sobrinho João Pedro e ao sobrinho caçulinha, agradeço por multiplicarem esse amor e por terem feito este ano mais especial. Ainda não conheço os seus rostinhos, mas já os amo intensamente. Vocês três são os melhores presentes que Deus já me deu.

À minha querida cunhada e irmã Sâmila, obrigada por ser quem você é. Nunca mediu esforços para fazer meus(nossos) dias mais felizes; te amo! Aos meus cunhados Rodrigo e Leonardo, meu agradecimento por serem meus irmãos de coração. Obrigada por acreditarem em mim e sempre me apoiarem de forma incondicional.

Aos meus avós, agradeço por serem minhas raízes e por me amarem tanto. Em especial, vovô Paulo, tivemos que nos despedir no meio dessa jornada, mas sei o quanto o senhor se orgulhava do nosso amor pelos estudos. Sinto muito a sua falta.

Aos meus tios, padrinhos, primos, afilhados e aos meus sogros, agradeço por compreenderem minha ausência, por me fazerem feliz e por estarem sempre comigo.

Aos grandes amigos que fiz ao longo da vida, obrigada por serem tão especiais. Agradeço por cada momento de luta e de vitória que dividimos.

Aos amigos do doutorado, agradeço pelo trabalho em equipe, pelos estudos, conselhos e, sobretudo, pelos conhecimentos compartilhados. Levo um pouquinho de cada um de vocês: Neiri, Reiner, Vivian, Guilherme, Edilei, Tamires e Josi.

Aos colegas do IFTM, campus Patrocínio, agradeço pelo apoio, especialmente durante o período do afastamento.

Ao meu orientador, professor Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, agradeço todo ensinamento e incentivo ao longo destes anos. Agradeço também a orientação e dedicação na construção, especialmente, da base de dados.

Aos professores Dr. William Eid Júnior e Dr. Pedro Luiz Albertin Bono Milan, agradeço por terem aceitado o convite para compor as bancas de qualificação e defesa. De modo especial, sou grata pelas valiosas contribuições no exame de qualificação, as quais foram fundamentais para a concretização desta tese.

Aos professores Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro e Dr. Vinícius Silva Pereira, agradeço por aceitarem fazer parte da banca de defesa. Vocês me acompanham há muitos anos e muito me alegra ter vocês neste momento de concretização desta importante etapa da minha vida acadêmica.

Agradeço também aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Faculdade de Ciências Contábeis (FACIC) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU) pelos ensinamentos e por contribuírem para minha formação.

Por fim, agradeço à FAPEMIG pelo apoio para a realização desta pesquisa, sobretudo no que se refere à organização de parte da base de dados (Processo APQ0126514, Edital 01/2014 da FAPEMIG, Coordenado pelo Prof. Dr. Rodrigo F. Malaquias). Agradeço também o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

“...e levo esse sorriso, porque já chorei demais. Hoje me sinto mais forte, mais feliz quem sabe, só levo a certeza de que muito pouco sei, ou nada sei...”

(Almir Sater / Renato Teixeira)

RESUMO

O financiamento por meio de títulos de dívida pode levar ao conflito de interesses entre acionistas e credores, por isso esse estudo tem como objetivo investigar qual a influência do índice de proteção dos credores no interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures. A pesquisa envolveu 926 séries de debêntures, as quais representam 61% do volume total emitido em debêntures no Brasil de 2009 a 2017. A respeito dos fundos multimercados, foram considerados 1753 fundos, os quais compreendem cerca de 21,68% do patrimônio líquido total dos fundos multimercados da indústria brasileira de fundos de investimento no mesmo período. Para testar a relação proposta, foram consideradas também variáveis correspondentes às características das debêntures, das empresas emissoras e dos fundos multimercados. As principais evidências sinalizam que as cláusulas restritivas mais comuns dizem respeito à atuação negligente das empresas, à liquidação, dissolução e falência, bem como às restrições quanto à mudança da estrutura da empresa. Ademais, as cláusulas menos comuns compreendem a política de endividamento, de emissão e amortização de ações, assim como rebaixamento do *rating*. No tocante ao índice de proteção dos credores, analisado sem a ponderação pela cláusula “vencimento automático” e com a ponderação por esta cláusula, notou-se, respectivamente, médias de 0,6731 e 0,5254. Isso sinaliza que, após a ponderação, houve uma redução no valor do índice, sendo esta diferença estatisticamente significativa em todos anos ao nível de 1%. A respeito das alocações dos fundos multimercados, observou-se pequena participação das debêntures nas carteiras dos fundos, visto que somente cerca de 1,36% é investido nestes títulos de dívida. Ademais, para testar a hipótese proposta, foram estimados dois modelos de regressão linear com estimadores em dados agrupados, aplicando-se a correção dos erros padrão pela matriz robusta de White (1980). As relações, observadas nos modelos econométricos, respondem à hipótese H_1 ao nível de 1% de significância, o que indica, portanto, que os fundos multimercados tendem a ser influenciados pelo índice de proteção dos credores nas aquisições destes títulos de dívida.

Palavras-chave: Índice de Proteção dos Credores. Debêntures. Fundos Multimercados. Risco. Financiamento Corporativo.

ABSTRACT

Companies financing through debt securities may lead to conflicts of interest between shareholders and bondholders, so this study aims to investigate the influence of bondholders' protection index in multimarket funds interest through the acquisition of debentures. This survey comprised 926 series of debentures, which represent 61% of the total volume of issued debentures in Brazil from 2009 to 2017. Regarding multimarket funds, 1753 funds were considered, which cover approximately 21.68% of Brazilian multimarket funds total net assets in the same period. In order to test the proposed relationship, we also have considered variables corresponding to characteristics of debentures, issuing companies and multimarket funds. The main evidence indicates that the most common restrictive clauses refer to companies' negligent performance, liquidation, dissolution, and bankruptcy, as well as restrictions on the structure change. Moreover, the less common clauses comprise policy of indebtedness, issuance of shares and amortization, in addition to a downgrading of rating. Concerning bondholders' protection index, analyzed without the weighting of the "automatic maturity" clause and with the weighting by this clause, we have noticed, respectively, averages of 0.6731 and 0.5254. It seems that after weighting, there was a statistically and significant reduction in these index values, at the level of 1%, in the beforementioned period. Concerning allocations of multimarket funds, it was noticed the small participation of debentures in these funds portfolios, since only about 1.36% is invested in debt securities. Furthermore, for testing this study hypothesis, two linear regression models were measured with pooled estimators, applying the standard error correction by White's robust matrix (1980). We point out that the noticed relationships in econometric models respond to the H_1 hypothesis at the 1% significance level, which indicates, therefore, that multimarket funds tend to be influenced by bondholders' protection index in the process of corporate bonds acquisition.

Keywords: Bondholders' Protection Index. Corporate Bonds. Multimarket Funds. Risk. Corporate Financing.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Principais relações e variáveis analisadas no trabalho	17
Figura 2 - Processo metodológico	36
Gráfico 1 – Participação das Debêntures no Mercado de Capitais Brasileiro de 2009 a 2017	22
Gráfico 2 – Volume (R\$ bilhões) emitido em debêntures de 2009 a 2017	23
Gráfico 3 – Patrimônio Líquido (R\$ bilhões) da Indústria Brasileira de Fundos de 2000 a 2017	27
Gráfico 4 – Participação dos subscritores de 2009 a 2017	27
Gráfico 5– Emissões Domésticas (R\$ milhões) de 2011 a 2017	44
Gráfico 6 – Captação Líquida dos Fundos de Investimento (R\$ milhões) de 2009 a 2017	45
Quadro 1 - Características das Debêntures	25
Quadro 2 – Garantias das debêntures emitidas de 2011 em 2017	25
Quadro 3 – Classificação dos Fundos de Investimentos	28
Quadro 4 – Alocações em Debêntures (R\$ milhões) por Classe dos Fundos de Investimento	38
Quadro 5 – Variável Dependente – Interesse dos Fundos Multimercados por Debêntures	39
Quadro 6 - Cláusulas Restritivas que compõem as Variáveis Independentes	40
Quadro 7 - Variáveis Independentes – Índice de Proteção dos Credores	43
Quadro 8 - Variáveis de Controle – Debêntures Emitidas	47
Quadro 9 - Variáveis de Controle – Características das Empresas Emissoras	49
Quadro 10 - Variáveis de Controle – Características dos Fundos Multimercados	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Representatividade da Amostra de Debêntures	55
Tabela 2 - Representatividade da Amostra de Fundos Multimercados	56
Tabela 3 - Estatística Descritiva do % que os Fundos Multimercados investem nas Debêntures	57
Tabela 4 - Estatística Descritiva das Cláusulas Restritivas das Debêntures – IPCr1	58
Tabela 5 – Estatística Descritiva das Cláusulas Restritivas das Debêntures – IPCr2	59
Tabela 6 – Estatística Descritiva IPCr1	60
Tabela 7 – Estatística Descritiva IPCr2	60
Tabela 8 – Diferença das Médias do IPCr1 e IPCr2	61
Tabela 9 – Características das Séries das Debêntures	62
Tabela 10– Características das Empresas Emissoras	63
Tabela 11– Características dos Fundos Multimercados	64
Tabela 12 – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Múltipla com Dados Empilhados	65

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DI – Depósitos Interfinanceiros

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FIC – Fundos de Investimento em Cotas

FIV – Fator de Inflação de Variâncias

FISD - *Fixed Investment Securities Database*

FM – Fundos Multimercados

ICVM – Instrução da Comissão de Valores Mobiliários

IPCA - Índice de Preços ao Consumidor

IPCr – Índice de Proteção dos Credores

IR – Imposto de Renda

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

MTD - Mercado de Títulos de Dívida

PIB – Produto Interno Bruto

POLS – *Pooled Ordinary Least Squares*

ROE – Rentabilidade do Patrimônio Líquido

SEC - *Securities Exchange Commissions*

SND - Sistema Nacional de Debêntures

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
2	REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESE	21
2.1	As Debêntures no Brasil	21
2.2	Os Fundos de Investimento no Brasil	26
2.3	A Teoria de Agência	30
2.4	Hipótese	32
3	METODOLOGIA	36
3.1	Delimitações do Estudo	36
3.2	Seleção das Variáveis	39
3.2.1	Variável Dependente	39
3.2.2	Variáveis Independentes	39
3.2.3	Variáveis de Controle.....	43
3.3	Desenvolvimento dos Modelos Econométricos.....	51
3.3.1	Regressão Linear Múltipla - Dados em Pannel.....	51
4	DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA	55
4.1	Descrição da Amostra de Debêntures e dos Fundos Multimercados.....	55
4.2	Descrição dos dados.....	56
4.2.1	Análise descritiva da variável dependente %FUNDO	56
4.2.2	Análise descritiva das variáveis independentes IPCr1 e IPCr2.....	57
4.2.3	Análise descritiva das variáveis de controle	61
5	RESULTADOS.....	64
5.1	Análise da influência do índice de proteção dos credores no % que os fundos multimercados alocam em debêntures	64
6	CONCLUSÕES	68
	REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

Os títulos de dívida corporativos são instrumentos de financiamento fundamentais para os investidores institucionais (LIU; DAI; WANG, 2016) e os fundos de investimento são um dos principais subscritores das debêntures no Brasil (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018; PAULA; FARIA JR, 2012). Visto que as debêntures garantem aos credores o pagamento do valor investido acrescido dos juros, elas sugerem aplicações seguras. No entanto, as empresas podem optar por ações que elevam o risco dos investimentos e que, consequentemente, resultem em perdas para os credores (KAHAN, 1995).

Desse modo, o financiamento por meio de títulos de dívida leva ao conflito de agência entre acionistas/gestores e credores, o que reduz o valor da empresa (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007). Os credores geralmente optam por se proteger da atuação negligente dos gestores por meio das cláusulas restritivas presentes nas escrituras (NASH; NETTE; POULSEN, 2003). Por isso, nota-se a relevância de se compreender como as cláusulas restritivas, *covenants*, influenciam os fundos de investimento na compra destes títulos.

Os *covenants* são a forma mais barata de mitigar os potenciais conflitos de interesse existentes entre acionistas e debenturistas (JERZEMOWSKA, 2006), embora possam reduzir a flexibilidade das organizações, por imporem restrições de financiamento e investimento (NASH; NETTE; POULSEN, 2003). Estas cláusulas não são raras nas emissões de dívida e precisam ser detalhadas, de modo a cobrir os aspectos operacionais da empresa e também os riscos dos projetos realizados (JENSEN; MECKLING, 1976).

Ademais, elas garantem aos credores o vencimento antecipado das debêntures em situações em que as regras estabelecidas não sejam seguidas (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007) e geralmente dizem respeito a restrições quanto ao pagamento de dividendos, às políticas de endividamento e investimento, e fusões e aquisições (SMITH; WARNER, 1979; BILLET; KING; MAUER, 2007; SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007; SILVA; SAITO; BARBI, 2013).

Nesse sentido, este estudo propõe a construção de um índice de proteção dos credores (IPC_r), que considera 15 cláusulas restritivas conforme os trabalhos de Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013).

O IPC_r é importante, sobretudo na realidade brasileira, pois, de 2011 a 2017, a maioria das debêntures foi emitida sem conceder preferências aos credores quanto ao ativo das empresas emissoras, ou seja, 78% das debêntures emitidas envolveram garantia quirografária

e apenas cerca de 19% apresentaram garantia real em suas escrituras (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018).

As debêntures são um dos principais ativos utilizados pelas empresas para captação de recursos no mercado doméstico (PAIVA; SAVOIA, 2009). O volume obtido por meio destes títulos de dívida é utilizado, especialmente, como capital de giro e para refinanciamento do passivo, ou seja, para reestruturação de dívidas das companhias emissoras (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018).

Diferente do que acontece com outros títulos de dívida, as escrituras das debêntures são informações públicas e relevantes para este estudo, pois os *covenants* embasam a construção do IPCr. Por isso, optou-se pela análise das debêntures e não de empréstimos e financiamentos.

De acordo com Tarantin e Valle (2015), a partir do ano de 2009, houve uma queda na participação dos recursos bancários como fontes de financiamento das empresas abertas brasileiras. Esta queda é resultante do aumento da participação dos recursos do mercado de capitais e de recursos subsidiados via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Ademais, em 2012, notou-se que a proporção das dívidas do mercado de capitais foi superior aos recursos subsidiados na estrutura de capital das firmas.

Em 2017, foram emitidos cerca de R\$ 88 bilhões em debêntures, o que, considerando-se a atualização dos dados conforme o IPCA do IBGE de dezembro de 2017, corresponde a um crescimento de aproximadamente 95% de 2009 a 2017 e R\$ 25,6 bilhões a mais em 2017 quando comparado ao ano de 2016. Sendo assim, em 2017, as debêntures representaram, em média, 40% de todo mercado de capitais brasileiro (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018).

Os investidores institucionais são um dos principais debenturistas no Brasil, por adquirirem, em média, 41% das debêntures emitidas de 2009 a 2017 (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018; CARVALHO, 2017). Em 2017, diferente dos demais anos, os investidores institucionais foram os subscritores mais representativos, por deterem cerca de 61% do volume emitido.

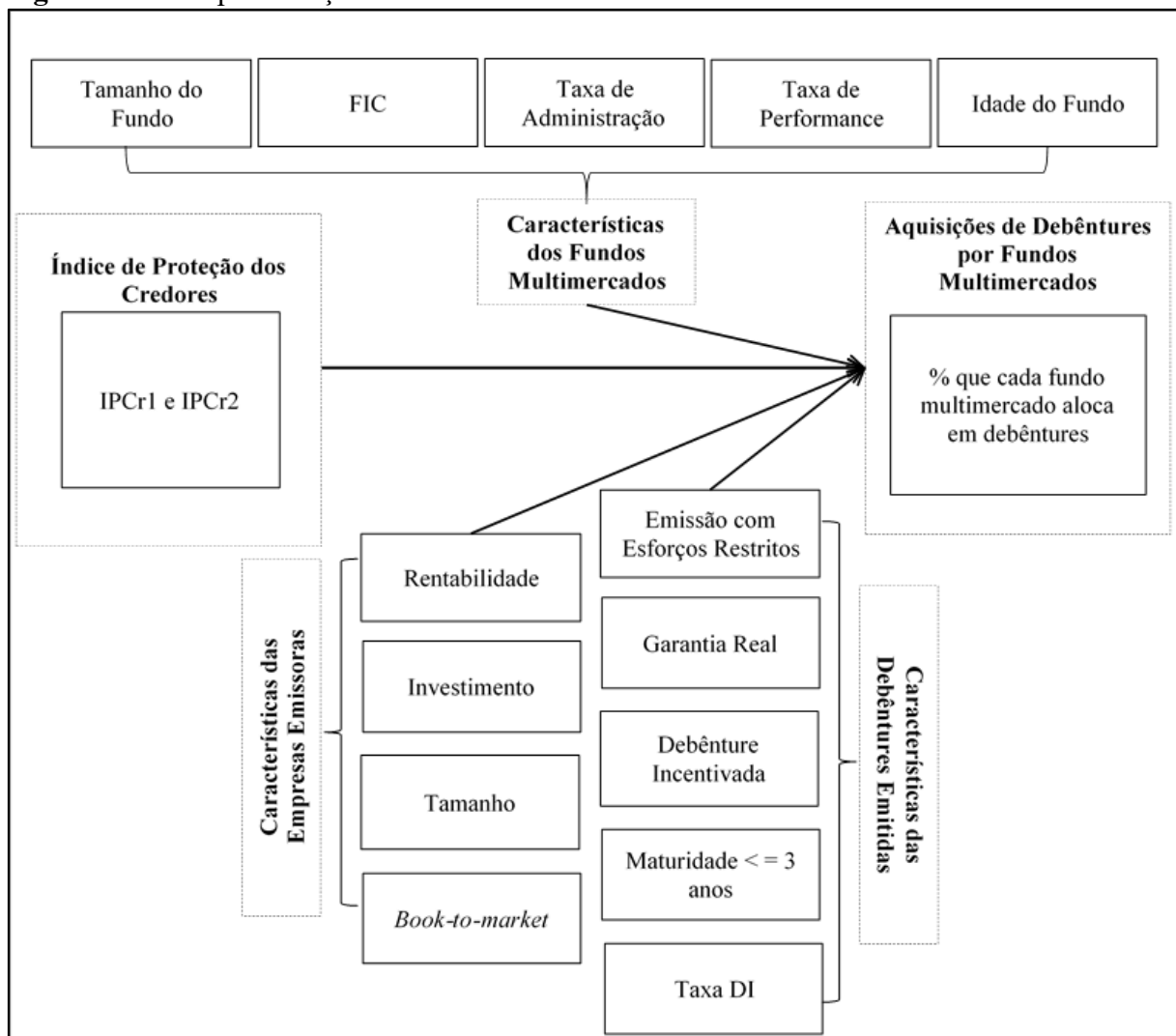
A indústria de fundos de investimento brasileira é a décima maior do mundo e, em 2017, apresentou captação de cerca de R\$ 4,1 trilhões, o que configura cerca de 3% do patrimônio líquido mundial. Esta indústria compreende mais de 16000 fundos sob gestão e se destaca, não só pela segurança proporcionada pela atuação de três agentes (administradores, gestores e custodiantes), mas também pela transparência e pelo intenso monitoramento das

atividades e da qualificação dos profissionais (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018).

Os fundos de investimento no Brasil têm sido o principal veículo de aplicação dos brasileiros em relação ao volume, sendo que houve crescimento médio anual de cerca de 23% de sua indústria desde 1995, sendo percebida queda somente em 2008, período de crise financeira mundial. Portanto, atribui-se este aumento à ampla disponibilidade dos fundos, bem como da oferta de novos produtos (BONO MILAN; EID JÚNIOR, 2017).

A Figura 1, que segue, sintetiza as principais variáveis e as relações consideradas neste trabalho:

Figura 1 - Principais relações e variáveis analisadas no trabalho



Fonte: Elaborado pela autora

Tendo em vista os aspectos anteriormente abordados, este estudo apresenta a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência do índice de proteção dos credores no interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures?**

Desse modo, o objetivo geral deste estudo é investigar qual a influência do índice de proteção dos credores no interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures.

Os objetivos específicos, por sua vez, correspondem a:

- a. Investigar as características das debêntures emitidas no Brasil de janeiro de 2009 a dezembro de 2017;
- b. Construir o índice de proteção dos credores a partir das cláusulas restritivas presentes nas escrituras das debêntures;
- c. Avaliar o quanto que o índice de proteção dos credores influencia no investimento dos fundos multimercados em debêntures;
- d. Compreender o quanto que os fatores das debêntures emitidas, das empresas emissoras de debêntures e dos fundos multimercados influenciam no interesse dos fundos multimercados pela aquisição destes títulos de dívida.

Este estudo apresenta contribuições de ordem teórica e empírica sobre o que tem sido discutido em relação à teoria de agência, às debêntures, e aos fundos multimercados.

No tocante à contribuição teórica, a literatura sobre títulos de dívida é mais comum em países desenvolvidos (IOSCO, 2002), sendo que apesar de se observar crescimento no mercado de títulos de dívida, sobretudo nos Estados Unidos da América, poucas pesquisas têm estudado o impacto da governança na riqueza dos credores (GHOUMA, 2017).

A existência e os propósitos das cláusulas restritivas não são muito conhecidos e investigados na literatura (BRADLEY; ROBERTS, 2015). Sabe-se que a relação entre a teoria de agência e os títulos de dívida, analisada por meio dos *covenants*, presentes nas emissões destes títulos, é geralmente observada com o intuito de mitigar os conflitos entre credores e acionistas (SMITH; WARNER, 1979; BILLET; KING; MAUER, 2007; SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007; SILVA; SAITO; BARBI, 2013). No entanto, não foram identificados trabalhos que abordam a relação destas cláusulas restritivas, as quais refletem maior proteção aos credores, com o interesse dos fundos multimercados na aquisição de debêntures.

Este trabalho contribui para a literatura sobre títulos de dívida e para a literatura sobre fundos de investimento, por evidenciar não só a construção do IPCr, mas também por investigar a influência deste índice no interesse dos fundos de investimento, que são um dos

principais credores no Brasil (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018; CARVALHO, 2017).

O IPCr, diferente do que foi observado na literatura, além das 15 cláusulas restritivas consideradas, também envolve a ponderação pela cláusula “vencimento automático”, ou seja, na realidade das escrituras das debêntures brasileiras, as empresas definem quais são as cláusulas que, se violadas, garantem o imediato pagamento aos credores, independente da convocação de assembleia dos debenturistas.

Ademais, apesar de ter sido observado crescimento de, aproximadamente, 95% nas emissões de títulos de dívida no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2017 (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018), este aumento não foi percebido nas carteiras dos fundos de investimento, pois apenas cerca de 3,52% das carteiras dos fundos de investimento, no mesmo período, correspondia às debêntures (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018). Por isso, nota-se a importância de compreender o que influencia os fundos multimercados a adquirirem estes títulos de dívida.

Este estudo se restringe à análise dos fundos multimercados, por esta categoria, diferente das demais, possuir políticas de investimentos que não implicam na concentração em nenhum ativo específico (ANBIMA, 2015). Sendo assim, por não ser definido um percentual de investimento direcionado a títulos de renda fixa ou variável, almeja-se compreender quão atrativas são as debêntures para estes investidores institucionais.

Os fundos multimercados são a segunda classe mais representativa em relação ao patrimônio líquido mantido pela indústria de fundos de investimentos brasileira, com participação média de 21,1% da carteira de 2009 a 2017. Ademais, esta classe abrangeu aproximadamente 50% do número total de fundos de investimentos no Brasil, o que, em 2017, corresponde a cerca de 8024 fundos (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018).

A respeito da contribuição empírica, as características das debêntures no Brasil são informações relevantes para os gestores e investidores dos fundos, pois, além da maior diversificação dos investimentos, oferecida pela inclusão de títulos de dívida nos portfólios, possibilita também maior proteção aos interesses destes credores, de forma a mitigar os conflitos com os acionistas e gestores (SMITH; WARNER, 1979; SILVA; SAITO; BARBI, 2013; GHOUA, 2017). Este estudo também é importante para órgãos reguladores, como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), já que investiga as cláusulas restritivas das escrituras das debêntures, podendo, portanto, contribuir para projetos como o de padronização destas escrituras.

Este trabalho se divide em mais cinco capítulos. O segundo capítulo compreende a revisão da literatura e a hipótese, ou seja, traz evidências do mercado de capitais brasileiro, com ênfase na emissão de debêntures e na indústria de fundos de investimentos brasileira. Ademais, apresenta a Teoria de Agência e a definição da hipótese. Já o terceiro compreende as delimitações do estudo, a seleção das variáveis e o desenvolvimento dos modelos econométricos. O quarto capítulo apresenta a definição da amostra e a descrição dos dados. O quinto capítulo, por sua vez, evidencia a análise e discussão dos resultados. Por fim, no sexto capítulo têm-se as conclusões do trabalho e as sugestões para futuras pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESE

2.1 As Debêntures no Brasil

De acordo com o Sistema Nacional de Debêntures (SND, 1998), cada debênture representa uma parte de um empréstimo global, ou seja, o investidor empresta uma quantia correspondente aos títulos adquiridos à empresa emissora, com a promessa de receber o capital investido na data contratada acrescido de juros pagos conforme a escritura da emissão.

Define-se, então, uma debênture como:

(...) um valor mobiliário (Lei nº 6.385/76, art. 2º, I), com origem em um contrato de mútuo pactuado entre a companhia emissora e os compradores (debenturistas representados pelo Agente Fiduciário), e que confere a estes direito de crédito contra a primeira, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado (Lei nº 6.404/76, art. 52) (SND, 1998, p. 11).

O mercado de debêntures no Brasil passou por quatro fases, conforme as legislações específicas de cada época. A primeira fase contemplou o período de 1882 a 1965 e teve como marco a instituição de leis que possibilitaram disciplinar as Sociedades por Ações (S.A.s). Já a segunda fase, de 1965 a 1976, foi marcada pela criação da lei 4.728 de 1965, a qual define características importantes sobre as emissões das debêntures, isto é, maior detalhamento de suas cláusulas. A terceira fase compreendeu o período de 1976 a 1993, e envolveu a promulgação das leis 6.385/76 e 6.404/76, possibilitando novos limites sobre a emissão das debêntures, bem como ampliação das debêntures passíveis de serem emitidas. Por fim, a quarta fase foi definida de 1994 em diante, e teve como característica essencial a estabilização da economia nacional com a instituição do Plano Real, que possibilitou recuperação do mercado de debêntures (SND, 1998).

Dois fatores justificam a forma como o mercado de títulos de dívida (MTD) privada se desenvolveu no Brasil. O primeiro é a instabilidade macroeconômica dos anos 1980, que influenciou as dívidas de curto prazo, sendo muitas delas associadas à taxa Selic. Ademais, o desenvolvimento do mercado de dívidas de títulos públicos atrelados à Selic, em épocas de elevada inflação, inibiu o desenvolvimento do MTD, pois os títulos públicos possibilitavam melhor rentabilidade e liquidez diante de baixos riscos (PAULA; FARIA JR., 2012).

Posteriormente, conforme apresentam Saito, Sheng e Bandeira (2007), houve crescimento do mercado de debêntures a partir do ano de 1998, sendo este aumento justificado essencialmente por três fatores: (i) a desvalorização do real em relação ao dólar, que fez muitas companhias procurarem o mercado doméstico para refinarçar as dívidas em dólar; (ii) grande parte das empresas de infraestrutura tem procurado as debêntures como forma de financiamento de longo prazo; (iii) assim como as empresas, os investidores

institucionais também têm optado por estes títulos de dívida como alternativa de investimento de longo prazo.

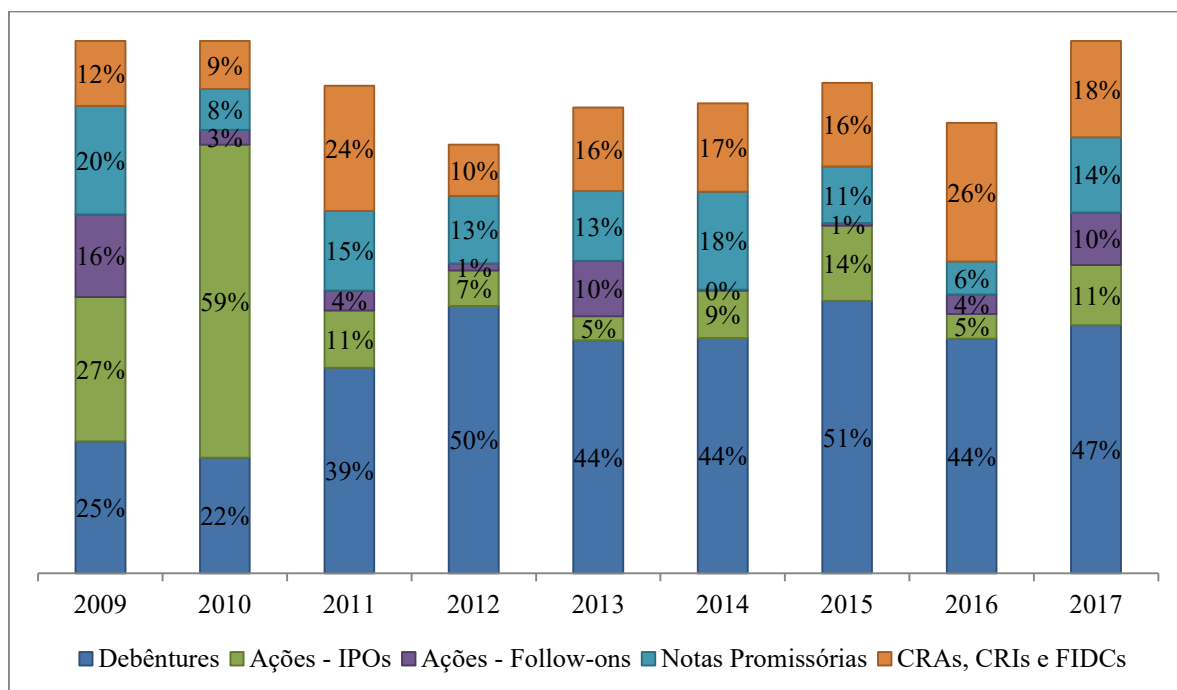


Gráfico 1 – Participação das Debêntures no Mercado de Capitais Brasileiro de 2009 a 2017
 Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (Boletim Mercado de Capitais, 2018)

O crescimento da participação das debêntures no mercado de capitais brasileiro é observado no Gráfico 1, o qual demonstra que as debêntures foram os títulos que tiveram maior participação média de 2009 a 2017, ou seja, elas configuram cerca de 40% do volume emitido em R\$ (milhões) neste período (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018).

Conforme visto no Gráfico 2, de 2009 para 2017 o volume emitido em debêntures (R\$ bilhões) cresceu 95%, cujo crescimento médio anual foi 15%. Embora tenha sido observada queda nos últimos anos, sendo esta correspondente a, aproximadamente, 12% de 2015 a 2016, de 2016 para 2017 houve crescimento de 41% no volume emitido nesses títulos de dívida.

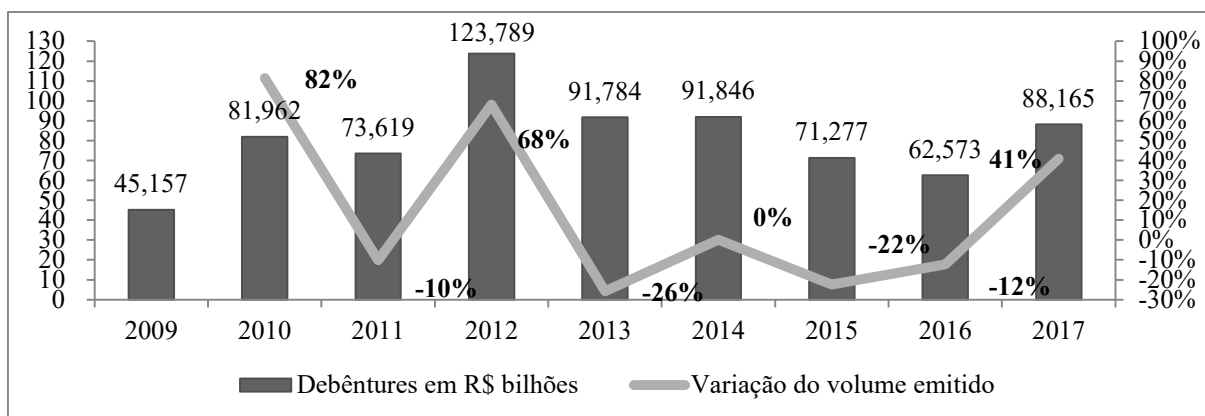


Gráfico 2 – Volume (R\$ bilhões) emitido em debêntures de 2009 a 2017

Nota: Os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (Boletim Mercado de Capitais, 2018)

A elevação na participação de recursos do mercado de capitais na estrutura de capital das companhias abertas brasileiras, sobretudo após o ano de 2009, é justificada pela instrução CVM (ICVM) nº 476 de 16 de janeiro de 2009, a qual envolve as ofertas públicas de debêntures com esforços restritos, sem que seja possível a busca por investidores públicos. Esta instrução teve como objetivo reduzir os custos das ofertas públicas e facilitar o acesso dos emissores ao mercado de capitais (TARANTIN; VALLE, 2015).

Antes da instrução CVM 476/2009, o mercado de debêntures brasileiro se restringia a poucas operações no mercado de capitais, mas, após esta instrução, houve considerável expansão das emissões de debêntures, aumentando, assim, o acesso das empresas a recursos privados de médio e longo prazos (CARVALHO, 2017).

A participação dos títulos ofertados conforme instrução CVM 476/2009 em relação a renda fixa foi crescente de 2009 para 2017 e a participação média das debêntures emitidas com esforços restritos no período foi correspondente a 78% (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018).

Por serem títulos flexíveis, as debêntures se adaptam às necessidades de captação das empresas (ANDIMA, 2008) e são o instrumento de captação de recursos mais importante para as empresas brasileiras, mesmo em períodos de incerteza e instabilidade do mercado de capitais brasileiro (ANDIMA, 2008; PAIVA; SAVOIA, 2009). Além disso, a estrutura flexível das debêntures também permite adaptações conforme as necessidades dos investidores (NASH; NETTER; POULSEN, 2003; SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

As empresas que emitem títulos no mercado de capitais brasileiro cumprem a lei no 6.404/76 e suas variações posteriores. Dessa forma, alguns artigos discutem mais especificamente sobre a emissão de debêntures, sendo eles artigo, 58, 59, 60 e 231. Estes

artigos tratam, respectivamente, das prioridades conforme data de emissão, dos termos a serem incluídos nas escrituras das debêntures, que exigem aprovação dos acionistas, das quantidades máximas a serem emitidas e da necessidade de aprovação dos debenturistas em casos de fusões e aquisições (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

Dentre as instruções da CVM que regulamentam o mercado de títulos de dívida, destaca-se a instrução 404 de 13 de fevereiro de 2004. Com o intuito de possibilitar maior desenvolvimento para o mercado de títulos de dívida e maior transparência e liquidez para os títulos privados de renda fixa, um dos benefícios desta instrução é a orientação para a elaboração de cláusulas mais objetivas e de fácil compreensão (CVM, 2004a). Conforme observado na nota explicativa a esta instrução, há a sugestão de um padrão de cláusulas que reduzem o tempo que os investidores precisam dedicar à leitura e à compreensão das escrituras (CVM, 2004b).

Ademais, o projeto de padronização das debêntures, conduzido pela ANBIMA, visa possibilitar mais acesso às informações e também maior transparência (ANBIMA, 2016). No entanto, estes contratos padronizados podem abranger cláusulas e/ou hipóteses adicionais que serão estabelecidas pelas empresas emissoras.

De modo específico, a cláusula de “vencimento antecipado”, envolve as seguintes hipóteses: (i) liquidação e/ou falência; (ii) pedido de concordata; (iii) falta de pagamento do rendimento devido; (iv) protestos sofridos pela empresa e (v) pagamento de dividendos; (vi) falta de cumprimento de qualquer obrigação prevista na escritura. Ressalta-se que outras hipóteses podem ser inseridas nesta cláusula de maneira objetiva e clara (CVM, 2004a).

A respeito das características das debêntures, os debenturistas precisam ser assegurados de maneira direta ou indireta sobre o cumprimento da obrigação, por isso as debêntures podem ser classificadas em: debêntures com garantia real, debêntures com garantia flutuante, debêntures quirografárias (sem preferência) e debêntures subordinadas. Há garantias acessórias como os *covenants*, que são obrigações assumidas pela empresa emissora. Além disso, as debêntures podem ser classificadas quanto à classe em debêntures simples (não conversíveis) e conversíveis em ações. Quanto à forma, há debêntures nominativas e escriturais, enquanto que em relação ao prazo de vencimento as debêntures podem ter prazo determinado ou serem perpétuas (ANDIMA, 2008). Estas classificações estão descritas no Quadro 1 que segue:

Quadro 1 - Características das Debêntures

Garantia	Real	Garantias por bens móveis ou imóveis dados pela empresa emissora, seu conglomerado ou por terceiros;
	Flutuante	É assegurado o privilégio geral sobre o ativo da companhia emissora;
	Quirografária	Não oferecem preferências quanto ao ativo da companhia emissora ou de terceiros;
	Subordinada	Em caso de liquidação da empresa emissora, há preferência dos acionistas no ativo remanescente (e se houver);
	<i>Covenants</i>	Obrigações assumidas pela empresa emissora para assegurar o pagamento da dívida ao debenturista;
Classe	Simple	São não conversíveis, ou seja, que não dão direito à conversão em ações da empresa emissora;
	Conversíveis	Permitem a possibilidade de conversão em ações da empresa emissora nas condições estabelecidas na escritura de emissão;
Forma	Nominativas	Nos certificados, há expresso o nome do titular e a transferência é feita em livro próprio mantido pela empresa emissora;
	Escriturais	São nominativas, mas não há emissão de certificado. Elas são mantidas em contas de depósito, no nome de seus titulares nas instituições financeiras designadas pela empresa emissora;
Vencimento	Prazo determinado	O vencimento consta na escritura de emissão e no certificado (se houver). Este prazo pode ser antecipado se houver inadimplência da empresa emissora;
	Prazo indeterminado	São as debêntures perpétuas, sendo que o vencimento se condiciona às situações de inadimplência do pagamento de suas obrigações e dissolução da empresa emissora.

Fonte: Elaborado com base em ANDIMA (2008)

Conforme apresentado no Quadro 2 que segue, de 2011 para 2017, nota-se que a maioria das debêntures (78%) possui garantia quirografária, ou seja, compreende títulos de dívida que não oferecem preferências aos credores em relação ao ativo da companhia emissora.

Quadro 2 – Garantias das debêntures emitidas de 2011 em 2017

Garantia	2011	2013	2014	2015	2016	2017	Média Período
Flutuante	5,18%	1,06%	0,16%	0,33%	0,00%	0,45%	1,06%
Quirografária	77,84%	84,13%	77,99%	79,01%	67,82%	80,28%	78,28%
Real	13,75%	13,89%	21,04%	20,22%	31,63%	18,78%	19,33%
Subordinada	3,23%	0,91%	0,81%	0,45%	0,55%	0,49%	1,33%

Nota: *as análises das garantias envolvem também as categorias combinadas com garantia adicional, ou seja, na categoria “Flutuante”, por exemplo, os percentuais expressos dizem respeito às emissões com garantias “Flutuante” e “Flutuante com garantias adicionais”.

Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (Boletim Mercado de Capitais, 2018)

Além disso, embora tenha havido crescimento de cerca de 36% no número de emissões com garantia real no período, a média de debêntures que asseguram bens móveis ou imóveis aos credores como garantia foi de apenas 19,33% no período analisado.

2.2 Os Fundos de Investimento no Brasil

A indústria de fundos de investimentos brasileira surgiu no ano de 1957 de forma a possibilitar à classe média acesso ao mercado de capitais. Ela data de um período anterior à existência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou mesmo da lei 6.404 (lei das S.As) de 1976. Dentre os principais acontecimentos que impactaram o desenvolvimento desta indústria, destacam-se os choques de petróleo durante os anos de 1973 e 1979, período no qual houve crescimento dos fundos de renda fixa, e a implantação do plano real, cuja taxa de crescimento à partir de então correspondeu a 25,9% a.a até o ano de 2007. Ademais, em 2008, em função da crise econômica e financeira mundial, houve estagnação da indústria, mas de 2009 a 2015 notou-se constante crescimento de cerca de 11,4% a.a (GIMENES; ROCHMAN; EID JÚNIOR, 2016).

Durante este período, algumas instruções da CVM foram fundamentais para a regulamentação da indústria de fundos de investimentos brasileira, sendo elas a ICVM 409, ICVM 554 e ICVM 555. A instrução CVM 409/2004 trata da constituição, administração, funcionamento e divulgação das informações dos fundos de investimento (ICVM 409, 2004). Já as instruções CVM 554/2014 e CVM 555/2014 foram propostas com o intuito de estimular maior concorrência e gerar maior eficiência e transparência na divulgação das informações. Em relação à primeira, tem-se a definição do investidor profissional, cujo perfil de investimento excede 10 milhões de reais e foi redefinido o limite mínimo do investimento que caracteriza o investidor qualificado, ou seja, o investimento mínimo passa a ser 1 milhão de reais (ICVM 554, 2014). No tocante à segunda instrução, dentre as principais mudanças, destacam-se a simplificação das regras de classificação dos fundos para quatro classes, a flexibilização dos investimentos no exterior e maior transparência sobre a remuneração por alocação de investimento (ICVM 555, 2014; SORGE, 2016).

A indústria de fundos brasileira corresponde a 3,04% patrimônio líquido da indústria mundial de fundos e é, portanto, a décima maior do mundo, com cerca de R\$ 4,1 trilhões de ativos sob gestão (ANBIMA, Anuário da Indústria de Fundos de Investimento, 2018).

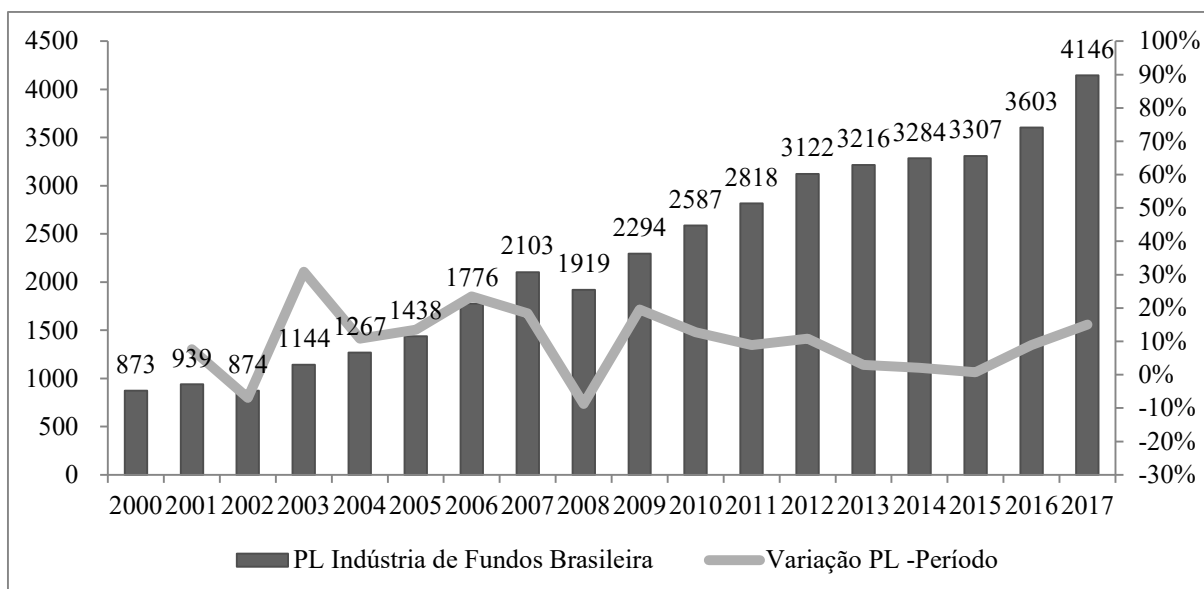


Gráfico 3 – Patrimônio Líquido (R\$ bilhões) da Indústria Brasileira de Fundos de 2000 a 2017

Nota: Os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018)

O Gráfico 3 demonstra que, ao longo desse período, a média de crescimento foi correspondente a 10%. No entanto, houve queda no ano de 2008, em função da crise financeira mundial, sendo esta corresponde a cerca de 9%, mas a partir desse período, a indústria de fundos brasileira apresenta constante crescimento e relevância mundial (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018).

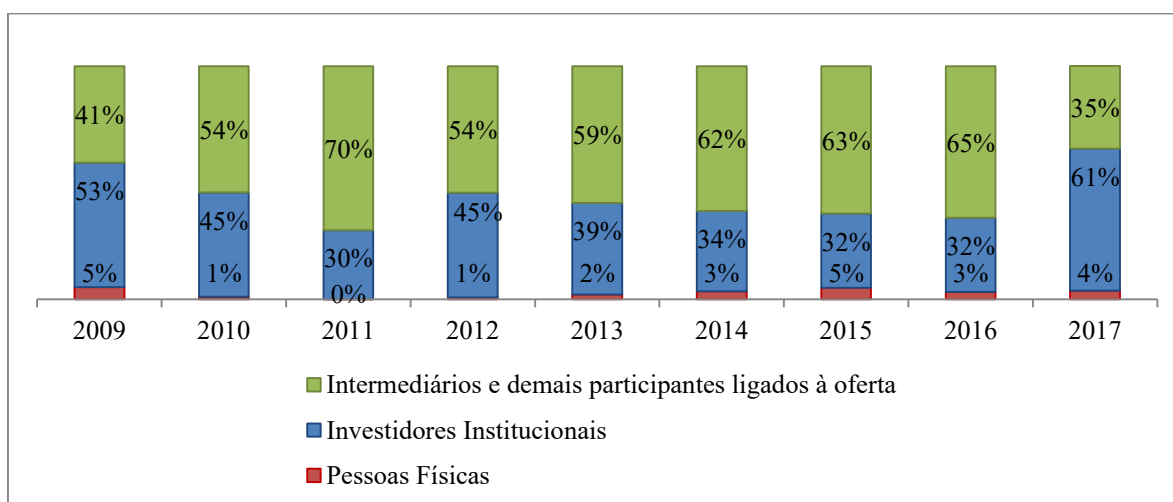


Gráfico 4 – Participação dos subscritores de 2009 a 2017

Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (Boletim Mercado de Capitais, 2018)

Os fundos de investimento são um dos principais subscritores de títulos de dívida no Brasil, conforme visto no Gráfico 4. De 2009 a 2017 houve crescimento de 14,23% na

participação destes credores e, ao longo do período, foi possível notar que grande parte das emissões de debêntures corresponde a operações de crédito bancário (CARVALHO, 2017). Todavia, em 2017, esta situação se inverteu, sendo que os investidores institucionais foram os principais credores com aquisições de 61% do volume emitido (ANBIMA, Anuário Fundos de Investimento, 2018).

Ao analisar a distribuição do PL pelas classes dos fundos de investimento, em média, os fundos de renda fixa abrangem 46% do patrimônio líquido e os fundos multimercados, na segunda posição, possuem 21% do PL da indústria de fundos brasileira (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018).

Quadro 3 – Classificação dos Fundos de Investimentos

Regulação	Regulação	
<i>Nível 1</i>	<i>Nível 2</i>	<i>Nível 3</i>
Renda Fixa	Simple	Simple
	Indexados	Índices
	Ativos - Duração Baixa - Duração Média - Duração Alta - Duração Livre	Soberano Grau de Investimento Crédito Livre
	Investimento no Exterior	Investimento no Exterior Dívida Externa
Multimercados	Alocação	Balanceados Flexível
	Por Estratégia	Macro Trading Long and Short - Direcional Long and Short - Neutro Juros e Moedas Livre Capital Protegido Estratégia Específica
	Investimento no Exterior	Investimento no Exterior
Ações	Indexados	Índices
	Ativos	Valor / Crescimento Setoriais Dividendos Small cap Sustentabilidade / Governança Índice Ativo Livre
	Investimento no Exterior	Investimento no Exterior
	Específicos	Fundos Fechados de Ações Fundos de Ações FMP-FGTS Fundos de Mono Ação
Cambial	Cambial	Cambial

Fonte: Elaborado com base em ANBIMA (2015)

A atual classificação dos fundos de investimento adotada pela ANBIMA, assim como mostra o Quadro 3, se estrutura nos seguintes níveis: (1) classe de ativos; (2) tipos de gestão e riscos e (3) estratégias. Esta nova classificação visa não só adequar à prática internacional, mas também tornar mais claras as estratégias e os riscos associados a cada tipo de fundo de investimento. Nesse sentido, o primeiro nível reflete as classes definidas pela ICVM 555/2014, sendo elas: (i) renda fixa, (ii) ações, (iii) multimercados e (iv) cambial. Já o segundo nível envolve os tipos de gestão e riscos associados, tendo, portanto, as seguintes classificações: indexados, ativos e investimentos no exterior. Por fim, o terceiro nível diz respeito às estratégias dos fundos (ANBIMA, 2015).

Uma das características que diferencia cada categoria dos fundos é a definição da política de investimento, ou seja, os percentuais de aplicações que devem ser destinados a cada tipo de ativo disponível no mercado financeiro.

Os fundos de renda fixa, por um lado, pressupõem que os investimentos sejam feitos em ativos de renda fixa, podendo o percentual de aplicação em cada ativo variar conforme a estratégia de exposição ao risco. Os fundos soberanos possuem 100% dos investimentos em títulos públicos federais, os de grau de investimento devem investir pelo menos 80% em ativos públicos federais ou outros ativos de baixo risco do mercado doméstico ou externo e os de crédito livre podem manter mais de 20% da carteira em títulos de médio e alto riscos no mercado doméstico ou externo (ANBIMA, 2015).

Por outro lado, os fundos de ações envolvem, em sua maioria, ativos de renda variável, sendo que, no mínimo, 67% da carteira devem ser aplicados em títulos como: ações à vista, certificados de depósitos de ações, cotas de fundos de ações, dentre outros (ANBIMA, 2015).

Já a estratégia dos fundos multimercados diz respeito a investimentos com diferentes níveis de risco, sem uma política que estabeleça a concentração do patrimônio líquido em determinado tipo de ativo. Os investimentos são feitos em diferentes classes de ativos, como: renda fixa, ações, câmbio, dentre outros.

Por fim, os fundos cambiais aplicam pelo menos 80% da carteira em ativos relacionados ao dólar ou ao euro, sendo, pois, ativos de qualquer nível de risco de crédito. Ademais, o montante que não estiver atrelado a estas moedas estrangeiras deve ser aplicado em títulos de renda fixa pré ou pós-fixados às taxas DI e Selic (ANBIMA, 2015).

2.3 A Teoria de Agência

Nesta seção, apresenta-se a teoria de agência, que reconhece os conflitos existentes entre diferentes indivíduos, os quais, no contexto da emissão dos títulos de dívida, como as debêntures, dizem respeito aos conflitos estabelecidos entre credores, acionistas e gestores. Como forma de atenuar este problema, têm-se, pois, os *covenants*, que são instrumentos efetivos na mitigação dos problemas de agência vinculados aos contratos de dívida (SMITH; WARNER, 1979).

Para Jensen e Meckling (1976), os direitos dos indivíduos são determinados pelos contratos firmados, então, seus comportamentos nas organizações dependem da natureza destes contratos. Nesse contexto, surge a relação de agência, que, segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), corresponde a “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal (is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente.” O principal contrata o agente em um mercado competitivo e pode escolher as ações que ele considera que o agente deve executar, mas não pode forçá-lo a agir conforme sua vontade (CHRISTENSEN; FELTHAM, 2005).

Tendo em vista que ambas as partes buscam maximizar seus interesses, não se pode esperar que o agente sempre agirá conforme os interesses do principal, mas o principal pode limitar a atuação do agente por meio de incentivos adequados (JENSEN; MECKLING, 1976).

A relação entre o administrador de uma empresa e os acionistas é uma relação pura de agência e os custos associados são entendidos como custos de agência, os quais se classificam em: (i) custos de monitoramento, os quais visam limitar ações irregulares; (ii) custos de garantias contratuais, que são recompensas concedidas ao agente; e (iii) custo residual, que é a perda monetária sofrida pelo principal. Então, entende-se que é praticamente impossível que o agente tome decisões em um nível ótimo do ponto de vista do principal sem que haja algum custo envolvido. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Parte-se do pressuposto de que na medida em que decresce a participação do proprietário-administrador, diminuem também os direitos que ele possui pelo resultado, e há, portanto, maior incentivo para que ele se aproprie indevidamente de recursos corporativos. Ademais, dada a diminuição dos direitos de propriedade, diminui também o esforço do gestor em relação às atividades que visem maximizar a lucratividade dos empreendimentos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Não é comum que as grandes companhias sejam financiadas quase que totalmente por capital de terceiros, visto que, diante de uma estrutura financeira composta em sua maioria

por capital de credores, o proprietário-administrador será incentivado a se envolver em atividades de maior risco. Isso se justifica, pois, se as decisões forem bem sucedidas, elas podem gerar compensações pessoais mais elevadas ao gestor-proprietário, mas, se as atividades não tiverem sucesso, os credores irão arcar com a maior parte dos custos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Assim como apresenta Sheng (2005, p.61), “toda emissão de dívida corporativa gera conflitos entre credores e acionistas, também conhecidos como risco moral associado aos financiamentos de dívida”. O risco moral, conforme apresenta Beaver (1998), é resultante da assimetria das informações, que possibilita que os agentes tenham informações privilegiadas que os permitem agir conforme os próprios interesses, expropriando, assim, o principal.

O risco moral associado aos conflitos entre credores e acionistas se dá pelo comportamento prejudicial dos acionistas quanto ao pagamento de dividendos, aquisição de novas dívidas ou mesmo alteração na política de investimento da empresa (SMITH; WARNER, 1979).

De acordo com Saito, Sheng e Bandeira (2007), para os debenturistas, os custos de agência são de monitoramento e de possibilidade de renegociação do contrato de dívida. Por um lado, a ausência de monitoramento por credores nas debêntures estimula os administradores a terem atitudes que reduzem as riquezas dos debenturistas, o que leva ao agravamento da qualidade do crédito. Por isso, os credores podem exigir uma taxa de juros mais elevada para compensar esses riscos (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007; GHOUA, 2017).

Por outro lado, caso haja melhoria na qualidade do crédito, as empresas emissoras podem optar por uma renegociação do contrato da dívida com os atuais debenturistas ou modificar as escrituras das novas debêntures emitidas. Desse modo, a nova contratação envolve custos adicionais, os quais são viáveis se os benefícios para uma das partes forem suficientes para justificá-los (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

Chava, Kumar e Varga (2010) ressaltam a importância de se considerar, simultaneamente, a interação credores-acionistas-gestores. O uso de cláusulas restritivas nos contratos das debêntures é significativamente influenciado pela forma de atuação gerencial, sendo, pois, as escrituras eficientes para avaliar os diferentes riscos associados às fraudes dos gestores. Dessa forma, entende-se que os *covenants*, são relevantes na teoria de agência, já que exemplificam uma ideia de como, voluntariamente, as empresas se estruturam para diminuir os custos de agência dos credores e os custos de financiamento.

Entende-se que as cláusulas restritivas são uma antecipação à potencial atuação oportunista de gestores e acionistas, que coloque em risco a riqueza dos credores. Desse modo, os acionistas pagam um preço *ex ante*, no momento de emissão dos títulos de dívida, para qualquer expropriação *ex post* que possa ocorrer depois da emissão das escrituras. Consequentemente, os credores podem estar dispostos a pagar mais por um contrato que inclua estas restrições nos contratos dos títulos de dívida (BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Ademais, estas cláusulas restritivas são características comuns dos contratos de títulos de dívida e impactam no comportamento das empresas e de seus gestores, por imporem limitações nas emissões destes títulos, inibindo a transferência da riqueza dos credores (BRADLEY; ROBERTS, 2015; DEVOS; RAHMAN; TSANG, 2017).

No caso brasileiro, uma forma de mitigação destes conflitos se dá pela adoção de contratos padronizados, ou seja, pela emissão de debêntures que envolvem cláusulas mais simples e de fácil compreensão. Então, mesmo que o debenturista não tenha direito a voto e não participe da diretoria, os direitos do mesmo são protegidos pelo agente fiduciário, que monitora as atividades da empresa (SHENG, 2005).

2.4 Hipótese

Nesta seção é apresentada a hipótese da pesquisa, conforme as evidências empíricas observadas na literatura sobre as cláusulas restritivas das debêntures (*covenants*).

Os estudos sobre as cláusulas restritivas das escrituras das debêntures visam essencialmente analisar se estas cláusulas possibilitam a mitigação dos conflitos existentes entre acionistas e credores (SMITH; WARNER, 1979; BILLET; KING; MAUER, 2007). Ademais, eles buscam compreender se as cláusulas restritivas possibilitam menor custo da dívida e, consequentemente, maior valor das empresas (SMITH; WARNER, 1979; KAHAN; TUCHMAN, 1993) e se há alguma relação destas cláusulas com o endividamento de curto prazo das organizações (BILLET; KING; MAUER, 2007; SILVA; SAITO; BARBI, 2013). Somam-se a essas evidências as pesquisas que envolvem o estudo da flexibilidade das escrituras das debêntures conforme os interesses dos credores (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

É preciso haver o estabelecimento de um equilíbrio destas cláusulas, visto que, do lado dos debenturistas, há cláusulas correspondentes ao monitoramento e à renegociação do contrato da dívida e, do lado das empresas emissoras, as cláusulas podem influenciar na tomada de decisão e na política de investimentos (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007).

Segundo Jensen e Meckling (1976), as cláusulas que restringem a atuação dos administradores, correspondentes a dividendos, emissões de títulos de dívida e manutenção do capital não são raras em emissões de dívida. Além disso, eles destacam que, para que os credores sejam efetivamente protegidos, estas cláusulas deveriam ser detalhadas, de modo a cobrir os aspectos operacionais da empresa, incluindo o risco dos projetos realizados.

Os conflitos entre acionista/administrador e os credores podem resultar de diferentes situações: (i) liquidação de ativos; (ii) decisões de subinvestimentos; (iii) substituição de um projeto por outro de nível mais arriscado; (iv) mudança da estrutura da empresa (divisão em várias outras companhias), o que resulta em redução do ganho dos credores e (v) liquidação da empresa. Então, uma forma de mitigar estes conflitos é utilizar contratos de título de dívida padronizados, sobretudo em ambientes de mercado incompleto (SHENG, 2005).

Na mesma linha Smith e Warner (1979), um dos pioneiros na análise das cláusulas restritivas como forma de mitigação do conflito entre acionistas e credores, afirmam que as restrições nas escrituras dos títulos de dívida são um fenômeno persistente e comum há mais de 100 anos, embora a existência de contratos padronizados na época fosse pequena. Por haver o risco associado ao comportamento indevido dos acionistas, que visam maximizar seus interesses em detrimento do valor da empresa, eles tinham por interesse analisar como os contratos de títulos de dívida eram elaborados de modo a minimizar os conflitos existentes entre acionistas e credores.

Então, consideraram aleatoriamente 87 emissões públicas de títulos de dívida, registradas na *Securities Exchange Commissions* (SEC) de janeiro de 1974 a dezembro de 1975. Por meio de evidências quali-quantitativas, Smith e Warner (1979) notaram que os custos de oportunidade associados às cláusulas restritivas eram substanciais, pois apesar destas cláusulas envolverem custos adicionais de elaboração, elas possibilitaram diminuição dos custos associados ao conflito de agência. Ademais, eles destacaram que as restrições de produção e de investimento são difíceis de monitorar, mas as de dividendos e de financiamento envolvem baixos custos de monitoramento.

Kahan e Tuchman (1993) corroboram Smith e Warner (1979), afirmando que as cláusulas restritivas das escrituras dos títulos de dívida diminuem o custo da dívida e aumentam o valor das empresas. Entretanto, não se pode afirmar que estas cláusulas, consideradas ótimas no momento da emissão dos títulos de dívida, se mantenham relevantes ao longo do tempo. Para eles, as empresas não utilizam o poder coercitivo para transferir a riqueza dos credores para os acionistas, pois as cláusulas restritivas podem ser alteradas mediante aprovação dos credores. Desse modo, os credores coordenam suas ações para

modificar ou desaprovar alterações desvantajosas, visto que almejam ganhos com estas mudanças nas escrituras.

Os custos associados a estas cláusulas são custos de monitoramento, os quais se dividem em: (i) custos para elaboração das cláusulas; (ii) custos para garantir seu cumprimento e (iii) custo da rentabilidade reduzida da firma. Tanto os detentores das obrigações quanto os administradores têm incentivos para manter estas cláusulas, sendo que é viável para os credores manterem os custos de elaboração das cláusulas e de monitoramento das ações dos gestores até o momento em que o custo marginal destas atividades seja idêntico aos benefícios marginais obtidos com esta elaboração. No tocante ao administrador, é viável que o mesmo contribua para um monitoramento menos dispendioso, pois estes custos podem afetar diretamente os fluxos de caixa futuros das firmas, reduzindo, assim, o valor de mercado de seus direitos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Por sua vez, Billet, King e Mauer (2007), almejaram, primeiramente, testar a relação endógena das variáveis alavancagem, maturidade da dívida e cláusulas restritivas. Depois, analisaram se, ao reconhecer a dívida de curto prazo e as cláusulas restritivas (*covenants*) como mecanismos que atenuam o conflito de agência entre acionistas e credores, as empresas com mais dívidas de curto prazo possuíam menos cláusulas restritivas em suas escrituras. Desse modo, observaram mais de 50 cláusulas de 15.000 emissões de debêntures de empresas não financeiras de 1960 a 2003, conforme dados da *Fixed Investment Securities Database* (FISD).

As cláusulas restritivas foram agrupadas em 15 categorias, de modo a consolidar um índice *covenant* de proteção. Na sequência, as relações propostas foram testadas por meio de equações simultâneas em dois e três estágios. Desse modo, os principais resultados evidenciaram que as empresas utilizam as cláusulas restritivas e o endividamento de curto prazo para mitigar os conflitos entre acionistas e debenturistas. Além disso, estas cláusulas cresceram ao longo do período analisado, especialmente nos ambientes de maior alavancagem e de oportunidade de crescimento. Assim como esperado, notaram também que elas decrescem com o aumento de dívida de curto prazo (BILLET; KING; MAUER, 2007).

Outro importante trabalho que trata da relação das cláusulas restritivas das debêntures é o de Saito, Sheng e Bandeira (2007). Eles desenvolveram uma análise comparativa das escrituras das debêntures emitidas de 1998 a 2001 e das emitidas de 2002 a 2005 para verificar se havia alguma mudança estatisticamente significativa nas cláusulas restritivas. Então, consideraram 119 debêntures no primeiro período e 141 no segundo período, envolvendo cláusulas correspondentes a remuneração, prazo de vencimento, dividendos,

investimento e financiamento. Dessa forma, notaram que, como as debêntures são flexíveis e adaptáveis aos interesses dos credores, há mais emissões de debêntures que envolvem taxa de juros flutuantes ao invés da inflação, há cláusulas menos restritivas (ou sem restrição) em relação ao financiamento, enquanto que as cláusulas mais rígidas dizem respeito à mudança no controle e a não constituição de garantias reais.

Assim como Billet, King e Mauer (2007) na perspectiva internacional analisaram a relação das cláusulas restritivas com o endividamento de curto prazo, Silva, Saito e Barbi (2013) investigaram como as empresas brasileiras utilizam o financiamento de curto prazo e as cláusulas restritivas para mitigarem o conflito de agência entre acionistas e debenturistas. A análise contemplou 159 debêntures emitidas de 2000 a 2009 de 82 empresas brasileiras. Foram consideradas 10 cláusulas restritivas, envolvendo dividendos, redução do capital, liquidação, dissolução e falência, mudanças na estrutura da empresa, dentre outras. As principais evidências mostraram que as cláusulas restritivas e o financiamento de curto prazo são ferramentas alternativas para minimizar o conflito de agência entre acionistas e credores e, assim como indica a literatura, grandes restrições podem limitar a possibilidade de expropriação dos debenturistas. Ademais, as empresas com possibilidades de crescimento são mais propensas a trocarem o financiamento de curto prazo pelo de longo prazo, mediante a existência destas cláusulas restritivas, sendo que estas cláusulas parecem não restringir as oportunidades de crescimento.

Considerando-se a literatura sobre as cláusulas restritivas, nota-se que as debêntures são mais flexíveis do que outras alternativas de financiamento no Brasil, como as linhas de crédito oferecidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Isso significa que as debêntures podem oferecer taxas de remunerações diferenciadas, cláusulas de reconstrução com menores custos de transação e suas escrituras podem envolver as opções de compra e de venda (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007). Ademais, entende-se que a quantidade e os tipos de *covenants* dependem do nível dos conflitos de agência e dos custos e benefícios associados às cláusulas restritivas (QI; ROTH; WALD, 2010).

Dessa forma, visto que as debêntures são títulos de dívida flexíveis e adaptáveis aos interesses dos investidores e que em suas escrituras há cláusulas que visam atenuar os conflitos entre credores e acionistas e, considerando que os fundos de investimento são um dos principais subscritores no Brasil, tem-se a hipótese desta pesquisa:

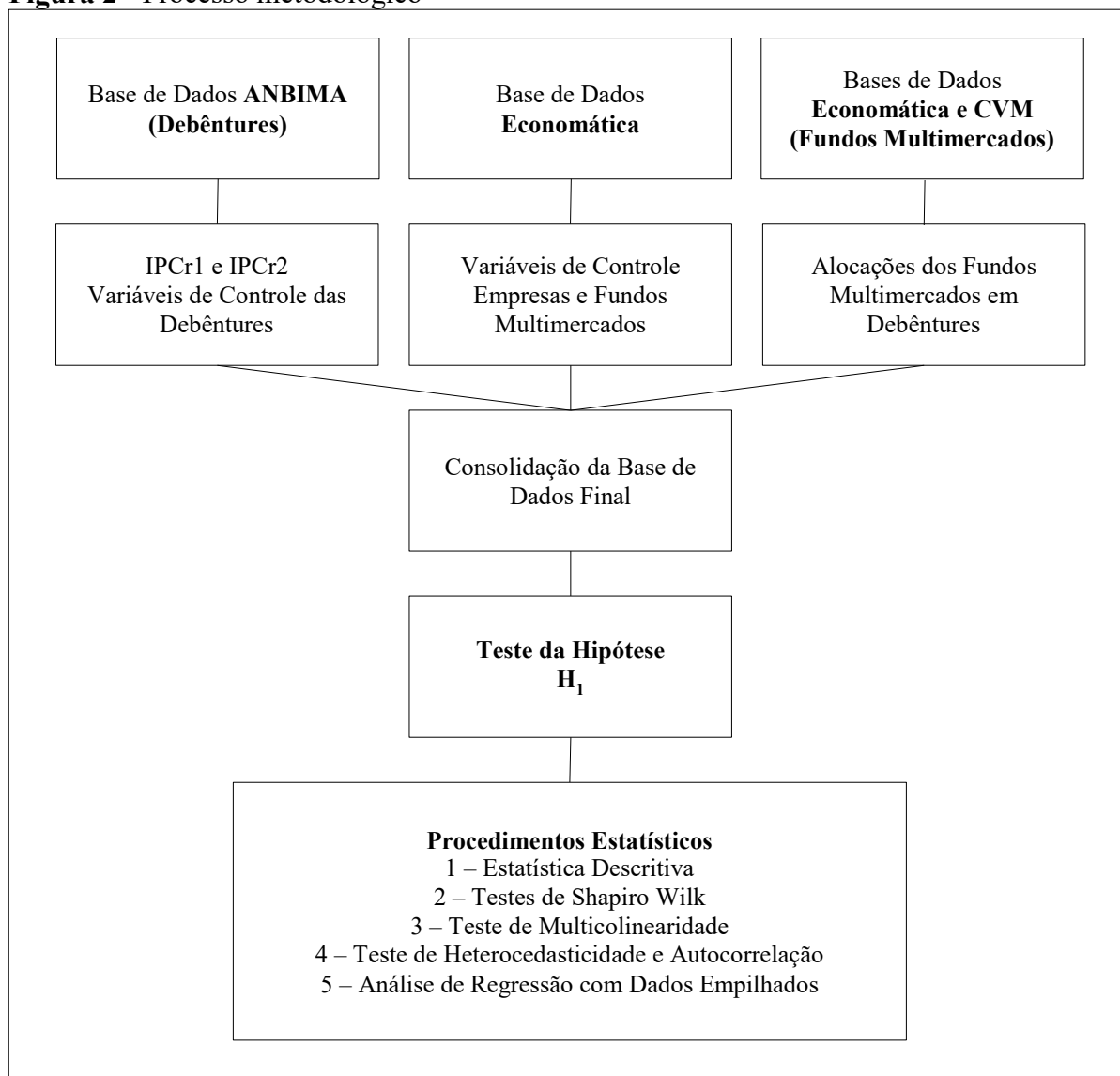
H₁: *o índice de proteção dos credores possui relação positiva com o percentual que os fundos multimercados alocam em debêntures.*

3 METODOLOGIA

3.1 Delimitações do Estudo

Este estudo seguiu o processo metodológico descrito na Figura 2 que segue:

Figura 2 - Processo metodológico



Fonte: Elaborado pela autora

Para responder à questão de pesquisa da tese, seguiu-se as seguintes etapas: (i) análise das escrituras das debêntures; e (ii) identificação das debêntures nas carteiras dos fundos multimercados.

Desse modo, primeiramente, foram analisadas as debêntures, e suas respectivas séries, emitidas no Brasil de janeiro de 2009 a dezembro de 2017, para a construção do índice de proteção aos credores, segundo informações obtidas nas escrituras das debêntures. Este índice contemplou 15 *covenants* conforme os trabalhos de Billett, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013).

O ano de 2009 foi considerado o início do período de análise, pois foi observado constante crescimento dos fundos de investimento no Brasil especialmente a partir deste ano, cuja média de crescimento de 2009 a 2017 foi de cerca de 9,1% (ANBIMA, Consolidado Histórico Fundos de Investimento, 2018). Além disso, à partir de 2009, os dados das carteiras dos fundos foram disponibilizados publicamente. A respeito das debêntures, em 2009 houve a publicação da ICVM 476, que possibilitou expansão nas emissões de debêntures e das operações do mercado de capitais (CARVALHO, 2017).

Já o ano de 2017 diz respeito ao último ano, cujos dados da pesquisa estavam disponíveis. Soma-se a isso o fato deste ano ter apresentado uma captação elevada de recursos por meio de títulos de dívida, ou seja, as emissões de debêntures foram cerca de R\$ 88 bilhões, e a indústria de fundos ter se mostrado crescente e com patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 4,1 trilhões.

Na sequência, foi identificado o quanto de cada série de debênture foi adquirido pelos fundos multimercados. As informações das carteiras dos fundos multimercados foram obtidas no software Economática® e no site da CVM.

Optou-se pela seleção dos fundos multimercados, não só por esta classe ser a segunda maior em representatividade do patrimônio líquido da indústria de fundos brasileira, mas também por ser a classe que envolve o maior número de fundos de investimento. Em 2017, dos 16.022 fundos de investimentos brasileiros, 8.024 são classificados como fundos multimercados, o que implica em uma representatividade de aproximadamente 50%. Sendo assim, a seleção envolve uma classe que contempla grande número de fundos de investimento, com carteiras diversificadas, as quais compreendem diferentes títulos como as debêntures.

Em linhas gerais, quando analisados os valores que os fundos de investimento investem em debêntures, nota-se que os fundos multimercados são a segunda classe mais representativa, assim como apresenta o Quadro 4.

Quadro 4 – Alocações em Debêntures (R\$ milhões) por Classe dos Fundos de Investimento

Ano	Fundos Multimercados	Fundos de Renda Fixa	Outros	Total	Representatividade Alocações FM em Debêntures
2009	13707,42	40002,51	11226,80	64936,73	21,11%
2010	21105,45	44379,02	13225,09	78709,55	26,81%
2011	20560,38	45283,66	19178,92	85022,97	24,18%
2012	20104,69	55239,95	26088,95	101433,60	19,82%
2013	19208,03	56920,95	27332,15	103461,13	18,57%
2014	18198,03	60062,61	27628,24	105888,88	17,19%
2015	16042,90	52689,57	25302,45	94034,92	17,06%
2016	16072,23	45706,96	21158,62	82937,81	19,38%
2017	20465,87	69610,57	27094,39	117170,83	17,47%
Média	18385,00	52210,64	22026,18	92621,82	20,18%

Nota: os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Elaborado com base no SI-ANBIMA e CVM

Cerca de 20% do total que foi investido em debêntures, de 2009 a 2017 pelos investidores institucionais, compreendem alocações dos fundos multimercados. Isso demonstra que os investimentos dos fundos multimercados em debêntures podem ser ampliados, o que revela, portanto, a necessidade de se compreender a relevância do índice de proteção dos credores para estes investidores institucionais.

Dessa forma, analisou-se o quanto que IPCr influencia no percentual alocado em debêntures por fundos multimercados, sendo que o percentual de alocação foi ponderado pelo patrimônio líquido de cada fundo multimercado.

Vale destacar que as análises foram anuais e que cada série emitida foi analisada desde a data da emissão até a data de vencimento do título. Então, ao longo do período de análise, investigou-se as variações percentuais das aquisições dos títulos por cada fundo multimercado, ou seja, as análises das carteiras dos fundos multimercados foram individualizadas.

Ademais, foram coletadas informações das empresas emissoras para composição das variáveis de controle, bem como informações das debêntures emitidas, e dos fundos multimercados que adquiriram alguma debênture. As informações das variáveis de controle foram obtidas na base de dados de debêntures mantida pela ANBIMA, no site da CVM e também no software Economática®.

A junção das informações das diferentes bases resultou em um banco de dados com 23.480 observações, sendo que foram removidas as linhas com dados faltantes “*missing values*” para as variáveis de controle. Ademais, foi aplicado o comando de winsorização a 1%

na variável dependente e nas variáveis de controle, correspondentes às características das empresas emissoras e dos fundos multimercados.

3.2 Seleção das Variáveis

3.2.1 Variável Dependente

A variável dependente deste estudo diz respeito ao interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures e sua operacionalização segue descrita no Quadro 5:

Quadro 5 – Variável Dependente – Interesse dos Fundos Multimercados por Debêntures

Variável	Descrição	Operacionalização	Base
%FUNDO	Percentual da carteira do Fundo Multimercado (FM) investido em uma debênture	$\%FUNDO_{ijt} = \frac{\text{Valor (em R\$) que o FM "i" investiu na debênture "j" no período "t"}}{\text{PL (em R\$) do FM "i" no período "t"}}$	(1) e (2)
Nota: Base de Dados: (1) Economática®; (2) CVM			

Fonte: Dados da Pesquisa

Para analisar a relação proposta pela hipótese H_1 , a base de dados contempla as debêntures emitidas ao longo do período e que podem ter sido adquiridas de forma integral ou parcial por um ou mais fundo(s) multimercado(s). Desse modo, como as análises envolvem as aquisições individuais dos fundos, pode haver mais de uma observação de cada título de dívida ao ano.

3.2.2 Variáveis Independentes

3.2.2.1 O Índice de Proteção dos Credores (IPCr)

Para construção da variável IPCr, partiu-se essencialmente de dois trabalhos, sendo eles: Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013). Então, foram separadas as seguintes cláusulas restritivas: restrições de dividendos; redução do capital; liquidação, dissolução e falência; mudança da essência do negócio; mudança da estrutura da empresa; mudança no controle; alienação ou transferência de ativos; negligência, obrigações legais e permissões ambientais; índices financeiros, investimento; endividamento; *rating* e fusão, cisão e incorporação.

Este índice se aproxima dos referidos trabalhos, por envolver cláusulas que indicam ações que a empresa deve seguir, como a manutenção de alguns índices financeiros, e cláusulas que compreendem restrições quanto a política de financiamento, investimento, distribuição de dividendos, dentre outras. Ademais, ele diferencia-se das evidências da

literatura, por sugerir a ponderação pela cláusula “vencimento automático”, que descreve de maneira mais detalhada situações em que é declarado o imediato pagamento aos credores.

Foram analisadas as escrituras das debêntures para obtenção destas cláusulas restritivas, de modo especial a seção “Vencimento Antecipado”, a qual lista as situações em que o agente fiduciário deverá declarar antecipadamente vencidas as debêntures e exigir o pagamento aos credores. Estas situações são as cláusulas restritivas observadas neste estudo, as quais indicam maior proteção para os credores, conforme apresenta do Quadro 6 que segue:

Quadro 6 - Cláusulas Restritivas que compõem as Variáveis Independentes

Variável	Descrição	Autores
DIV	<u>Restrições de Dividendos:</u> a empresa emissora deve estabelecer um limite de dividendos a ser pago ou proibição quanto ao pagamento de dividendos.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
RED	<u>Redução de Capital:</u> a empresa emissora não pode reduzir seu capital ou patrimônio após a emissão dos títulos.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
LIQ	<u>Liquidação, Dissolução e Falência:</u> após a emissão do título de dívida, a empresa emissora não pode se declarar sua liquidação, dissolução ou falência.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
NEG	<u>Mudança da Essência do Negócio:</u> não é permitido alterar a essência do negócio da empresa emissora, ou seja, sua proposta principal, seu objeto social.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
ESTRUT	<u>Mudança na Estrutura da Empresa:</u> a empresa emissora não pode fazer parte de outras companhias e nem outras partes dela. Além disso, deve manter sua estrutura legal (não pode se transformar em uma sociedade limitada).	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
CONTROL	<u>Mudança no Controle:</u> a empresa emissora não pode alterar seus acionistas controladores nem seus principais diretores.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
ATIVOS	<u>Alienar ou transferir Ativos:</u> a empresa emissora não pode vender ou negociar seus ativos com outras propostas.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
DEFAULT	<u>Negligência:</u> a empresa emissora deve pagar suas dívidas em tempo, honrar com as garantias e não pode cair na classificação do risco (rating)	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)
CONTRAT	<u>Obrigações legais e permissões ambientais:</u> a empresa emissora deve assegurar que todas as licenças e os contratos da organização estão em perfeitas condições. A empresa não pode se envolver em problemas ambientais e deve honrar suas obrigações legais.	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)

FIN	Índices Financeiros: a empresa emissora deve assegurar os “índices financeiros” acordados, por meio do acompanhamento de um auditor independente. Alguns índices comuns das Escrituras: $DIV/EBITDA$ = A variável DIV significa a soma de todas as dívidas da empresa. Algumas empresas utilizam a dívida líquida ao invés da dívida total. EBITDA é o lucro antes dos juros, depreciação e amortização; $EBITDA / DIV$ = EBITDA pela dívida líquida (corresponde à cobertura de juros); $DIV / C.PROP$ = Este índice especifica o nível de endividamento medido pela proporção de toda dívida em relação ao capital próprio; $DIVCP / EBITDA$ = dívida de curto prazo (toda a dívida com prazo de um ano ou menos) pelo EBITDA.	Silva, Saito e Barbi (2013)
INVEST	Investimento: a empresa emissora deve utilizar os recursos líquidos obtidos com a Emissão estritamente nos termos da cláusula de “Destinação dos Recursos”, ou seja, não deve efetuar investimentos que não estejam relacionados diretamente ao projeto de captação.	Billet, King e Mauer (2007)
ENDIV	Endividamento: a empresa emissora não pode contratar novos endividamentos com terceiros, sem a prévia aprovação dos Debenturistas.	Billet, King e Mauer (2007)
ACOES	Ações: a empresa emissora não pode emitir novas ações e/ou efetuar resgates, sem a prévia aprovação dos Debenturistas.	Billet, King e Mauer (2007)
RATING	Classificação de rating: a empresa emissora não pode alterar sua classificação de risco (rating) para um nível inferior ao que estava no momento da emissão das debêntures.	Billet, King e Mauer (2007)
FUSAO	Fusão, cisão e incorporação: a empresa emissora não pode incorporar ações ou realizar qualquer forma de reorganização societária envolvendo a Emissora e/ou qualquer controlada sem a prévia aprovação dos Debenturistas.	Billet, King e Mauer (2007)
Notas: (a) As informações das cláusulas restritivas foram obtidas nas escrituras das debêntures, disponíveis no site da ANBIMA de 2009 a 2016. Já as escrituras emitidas em 2017 foram obtidas nos sites dos seguintes agentes fiduciários: - GDC Partners DTVM (http://www.gdcdtvm.com.br/agente-fiduciario?debentures); - Oliveira Trust (http://www.oliveiratrust.com.br/sites/fiduciario/?item1=Investidor&item2=Debentures&tit=10361); - Pentágono (http://www.pentagonotrustee.com.br/EmissoesDetalhe.aspx?IDN=VIVT15); - Planner Trustee (http://www.fiduciario.com.br/); - Simplific Pavarini (http://www.simplificpavarini.com.br/); - SLW Corretora de Valores e Câmbio (http://api.slw.com.br/fiduciario/); - Vortex (https://www.vortex.com.br/investidor.php?tipo=debentures); (b) Espera-se que quanto maior o índice de proteção dos credores maior seja o interesse dos fundos multimercados pela aquisição das debêntures, por isso o sinal esperado deste índice é “+”.		

Fonte: Dados da Pesquisa

As escrituras das debêntures emitidas de 2009 a 2016 foram obtidas no site da ANBIMA. No entanto, a partir do ano de 2017, a inclusão das escrituras no referido site foi interrompida, sendo, então, necessária a consulta aos sites dos agentes fiduciários responsáveis pelas emissões abrangidas no estudo.

Primeiramente, foi calculado o índice de proteção dos credores sem ponderação, ou seja, o IPCr1. Para a construção deste índice, não foram atribuídos pesos diferenciados para as cláusulas restritivas. Sendo assim, os 15 *covenants*, foram mensuradas por meio da variável *dummy*, sendo atribuído o valor 1 se a escritura contemplou a cláusula em questão e 0 se a referida cláusula não tiver sido contemplada.

Desse modo, calculou-se a pontuação total, obtida pela soma das cláusulas existentes em cada escritura de debênture, e dividiu-se este valor por 15, que corresponde ao valor total máximo possível, isto é, retrata a situação em que as 15 cláusulas foram identificadas na escritura da debênture. Assim, foi obtido o valor final do IPCr1, o qual varia de 0 a 1, sendo que quanto mais próximo de 1, maior proteção dos credores.

Posteriormente, procedeu-se com o cálculo do IPCr2, que é um índice ponderado pela cláusula de “vencimento automático”. Conforme observado nas escrituras das debêntures, as cláusulas restritivas podem ser cláusulas, cujo vencimento é automático, ou cláusulas, cujo vencimento depende de aprovação, mediante assembleia dos debenturistas.

Nesse sentido, foram atribuídos os seguintes valores para as cláusulas restritivas do IPCr2: (i) 0 – situação em que a cláusula não foi identificada na escritura; (ii) 1 – caso em que a cláusula foi identificada na escritura, mas é uma cláusula de “vencimento não automático”; e (iii) 2 – circunstância em que a cláusula foi identificada na escritura e está descrita como uma cláusula de “vencimento automático”.

Dessa forma, o cálculo seguiu o mesmo procedimento do IPCr1, mas o valor total foi dividido por 30, valor total máximo possível, que diz respeito à situação em que as 15 cláusulas selecionadas se enquadram também como cláusulas de “vencimento automático”. Assim, foi obtido o valor final do IPCr2, o qual também varia de 0 a 1, sendo que quanto mais próximo de 1, maior proteção dos credores.

As variáveis independentes, portanto, deste estudo, seguem descritas no Quadro 7:

Quadro 7 - Variáveis Independentes – Índice de Proteção dos Credores

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base	S
IPCr1	Índice de Proteção dos Credores obtido pelas cláusulas restritivas	$IPCr1_i = \frac{\text{Soma 15 Covenants}}{15}$	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)	(3)	+
IPCr2	Índice de Proteção dos Credores obtido pelas cláusulas restritivas e ponderado pela cláusula de “vencimento automático”	$IPCr2_i = \frac{\text{Soma 15 Covenants} *}{30}$	Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013)	(3)	+
Notas: *O cálculo do IPCr2 envolve a soma dos 15 <i>covenants</i> , ponderados pelos valores 0, 1 e 2. Base de Dados: (3) Debêntures ANBIMA. (S) – Sinal da Relação Esperada com a Variável Dependente					

Fonte: Dados da Pesquisa

Ressalta-se que, para a construção do IPCr1 e do IPCr2, não foram atribuídos pesos diferenciados para as cláusulas restritivas, pois as empresas emissoras, além de terem a liberdade de listar as cláusulas que concedem o vencimento antecipado aos credores, também identificam, à parte, as situações em que o não cumprimento das cláusulas acarreta o vencimento automático destes títulos de dívida. Sendo assim, nem sempre as cláusulas mais frequentes nas escrituras foram as mais listadas como restrições de “vencimento automático”.

3.2.3 Variáveis de Controle

3.2.3.1 Período de Crise

O período analisado nesta tese envolveu os anos de 2015 e 2016, que foram anos de recessão econômica no Brasil. Nestes dois anos, o Brasil sofreu a pior recessão acumulada desde 1948, cujo produto interno bruto (PIB) teve queda correspondente a 7,2% (SARAIVA; SALES, 2017).

Ademais, foram observados reflexos desta recessão não só nas emissões domésticas do mercado de capitais brasileiro, mas também na captação líquida dos fundos de investimento. Conforme observa-se no Gráfico 5, ao analisar o total das emissões domésticas (renda fixa, renda variável e títulos híbridos), o ano de 2016 teve o menor valor emitido (R\$ 129.137 milhões) e o ano de 2015 o segundo menor valor (R\$141.516 milhões).

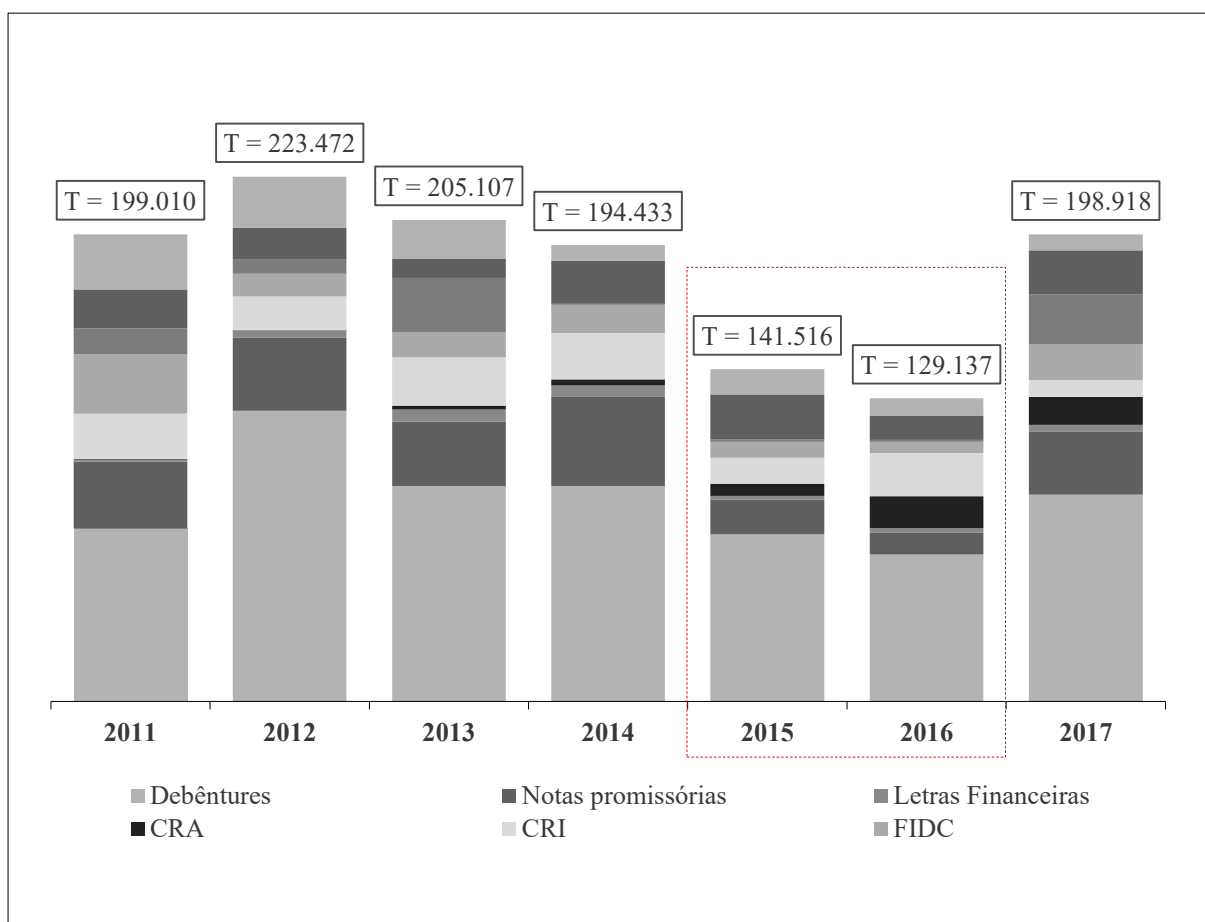


Gráfico 5– Emissões Domésticas (R\$ milhões) de 2011 a 2017

Nota: Os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Adaptado de ANBIMA (Boletim do Mercado de Capitais, 2018)

Apesar de ter sido observado crescimento no PL dos fundos de investimento no Gráfico 3, descrito na seção 2.2, ao considerar a captação líquida dos fundos de investimento brasileiros, é possível notar, conforme ilustra o Gráfico 6, que no ano de 2015 houve captação líquida negativa para os fundos de renda fixa, ações e multimercados, o que indica reflexos da recessão econômica brasileira.

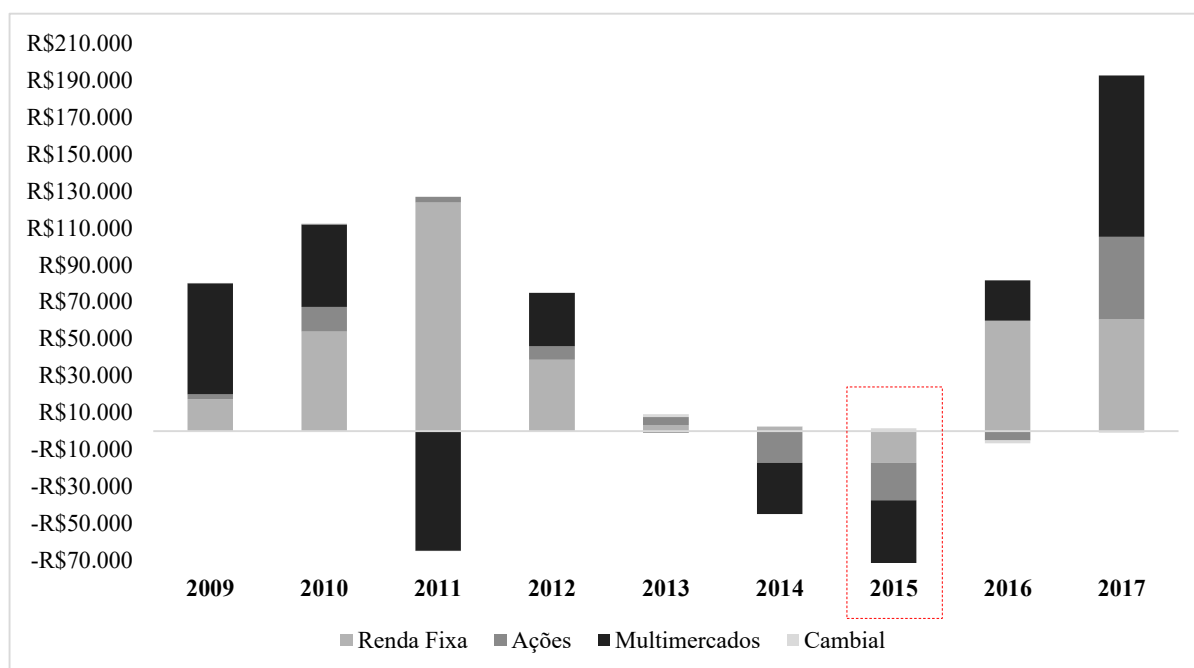


Gráfico 6 – Captação Líquida dos Fundos de Investimento (R\$ milhões) de 2009 a 2017

Nota: Os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Adaptado de ANBIMA (Consolidado dos Fundos de Investimento, 2018)

Sendo assim, utilizou-se a variável *dummy*, para identificar os anos de crise brasileira, sendo atribuído o valor 1 para os anos 2015 e 2016 e 0 para os demais anos do período analisado.

3.2.3.2 Características das Debêntures Emitidas

Além das cláusulas restritivas das escrituras, outras características das debêntures podem estar relacionadas à percepção que os fundos multimercados têm dos investimentos em títulos de dívida.

De acordo com Konraht e Vicente (2017), algumas características das debêntures, como maturidade ou emissão com garantia real podem influenciar na quantidade de *covenants* presentes nas escrituras das debêntures, pois, as debêntures emitidas com menor maturidade ou com garantia real têm menor probabilidade de conter cláusulas restritivas. Sendo assim, os títulos com maior maturidade e os que não possuem garantia real tendem a ter mais cláusulas restritivas, podendo ser, portanto, mais atrativos para os fundos multimercados.

Conforme apresentado pela ANBIMA – Boletim Mercado de Capitais (2018), aproximadamente 19% das debêntures, de 2009 a 2017, apresentaram garantia real, sendo o restante correspondente, em sua maioria, a debêntures com garantia quirografária. Por isso, optou-se pela identificação desta variável de modo a observar se a oferta de bens móveis ou

imóveis como garantia aos credores pode influenciar no interesse deles pela aquisição das debêntures. A identificação foi feita pela variável *dummy*, cujo valor 1 foi atribuído a debêntures com garantia real e 0 para as outras garantias.

A respeito da maturidade destes títulos de dívida, de 2010 para 2017, houve crescimento de cerca de 71% do número de debêntures emitidas com maturidade igual ou inferior a 3 anos, sendo que a partir do ano de 2015, em média, cerca de 50% das debêntures emitidas possuem vencimento de até três anos (ANBIMA, Boletim Mercado de Capitais, 2018). Portanto, optou-se pela utilização da variável *dummy*, cujo valor 1 identifica as debêntures que possuem maturidades de até 3 anos e o valor 0 é atribuído às demais.

Além disso, as variáveis “debêntures emitidas com esforços restritos” e “debêntures incentivadas” foram contempladas neste trabalho, de modo a analisar o quanto que a instrução da CVM nº 476 e a Lei nº 12.431 de 27 de junho de 2011 podem influenciar na aquisição de debêntures por fundos multimercados.

A instrução CVM nº 476, emitida no ano de 2009, permite que algumas ofertas públicas de valores mobiliários sejam destinadas a um grupo restrito de investidores, os quais são considerados investidores qualificados ou investidores profissionais. Como investidores qualificados têm-se os fundos de investimento, ainda que estes se destinem a investidores não qualificados, e as pessoas físicas ou jurídicas que possuem aplicações financeiras, cujo montante mínimo seja correspondente a R\$ 1 milhão. Já em relação aos investidores profissionais, o montante aplicado no mercado financeiro diz respeito a R\$ 10 milhões. Geralmente é permitida a procura de no máximo 75 (setenta e cinco) investidores a cada oferta destes títulos e, no máximo, 50 (cinquenta) destes poderão adquirir os valores subscritos (CVM, 2009).

Em relação às debêntures incentivadas, Bragança, Pessoa e Souza (2015) apresentam que, conforme a Lei nº 12.431/2011, as debêntures de infraestrutura, conhecidas como debêntures incentivadas, possuem alíquotas de Imposto de Renda (IR) reduzidas a 0%. O intuito, portanto, do Governo Federal é desenvolver o mercado de títulos corporativos de longo prazo, por meio de atração de recursos para projetos de infraestrutura.

Para os dois casos acima, ou seja, para identificar as debêntures emitidas com esforços restritos e as debêntures incentivadas, assim como demonstrado no Quadro 8, também foi utilizada a variável *dummy*, cujo valor 1 identifica as debêntures com estas características e 0 as demais.

Quadro 8 - Variáveis de Controle – Debêntures Emitidas

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base
REST	Debêntures Emitidas com Esforços Restritos	<i>Dummy</i> 1 para as séries, cujas debêntures foram emitidas com esforços restritos conforme instrução normativa da CVM 476 e 0 para as demais	Konraht e Vicente (2017)	(3)
INCENT	Debêntures Incentivadas	<i>Dummy</i> 1 para as séries, cujas debêntures são incentivadas e 0 para as demais.	Bragança, Pessoa e Souza (2015)	(3)
REAL	Tipo de Garantia das Debêntures	<i>Dummy</i> 1 para debêntures, cuja garantia seja real e 0 para as demais	Konraht e Vicente (2017)	(3)
MAT	Maturidade das debêntures	<i>Dummy</i> 1 para empresas, cuja maturidade das debêntures é igual ou inferior a três anos e 0 para as demais	Billet, King e Mauer (2007)	(3)
TAXA	Taxa de Remuneração das Debêntures	Indexadores das debêntures: <i>Dummy</i> 1 debêntures indexadas conforme % da taxa DI (depósitos interfinanceiros) e 0 para as demais (IPCA, dentre outras taxas pós e pré-fixadas)	ANBIMA – Boletim Mercado de Capitais (2018)	(3)
Nota: Base de Dados: (3) Debêntures ANBIMA				

Fonte: Dados da pesquisa

A respeito da taxa de remuneração das debêntures, a maioria das emissões é indexada à taxa DI (depósitos interfinanceiros). A relevância desse índice foi observada tanto em relação ao volume total emitido em debêntures ao longo do período (76,45%), quanto em relação ao número de debêntures emitidas (83,64%). Em segundo lugar, tem-se o IPCA (índice de preços ao consumidor), com representação média de 19,74% em relação ao volume emitido e 12,14% no que diz respeito ao número de emissões. As demais taxas (pré e pós fixadas) foram poucos expressivas. Desse modo, optou-se pela utilização da variável *dummy*, cujo valor 1 foi atribuído às debêntures indexadas à taxa DI e 0 para as debêntures que utilizaram outras taxas.

Frente ao exposto, estas variáveis foram selecionadas para controlar os modelos econométricos analisados

3.2.3.3 Características das Empresas Emissoras

Além dos riscos associados ao conflito de agência entre acionistas/gestores e debenturistas, outras variáveis podem ser relevantes nos modelos que analisam a hipótese H₁ deste estudo. Sabe-se, assim como descrito nos trabalhos sobre composição de portfólios, que os investidores almejam diversificar os investimentos na busca por maiores retornos (MARKOWITZ, 1952). Desse modo, autores como Fama e French (1993) desenvolveram

modelos com o intuito de identificar os fatores que influenciam nos retornos em excesso dos ativos.

Considerando-se especialmente o trabalho de Fama e French (2015) e tendo em vista o modelo de avaliação pelo desconto dos dividendos, os fatores que influenciam no retorno em excesso dos portfólios são formados pelas variáveis tamanho da empresa, *book-to-market* (valor patrimonial pelo preço de mercado), rentabilidade e investimento.

Também a respeito da rentabilidade dos portfólios, o estudo de Sobrinho (2016), baseado nos trabalhos de Fama e French (1993,2015), envolveu 1479 fundos mútuos brasileiros de 2009 a 2015, com o intuito de identificar como a distribuição de dividendos se relaciona à alocação de recursos em ações por parte destes fundos mútuos. Sendo assim, foram consideradas, como controle da equação, as seguintes variáveis: tamanho (medido pelo valor de mercado), rentabilidade, investimento e *book-to-market*. De modo geral, pelos resultados obtidos por meio de regressões com dados em painel, notou-se que as variáveis *book-to-market*, valor de mercado e rentabilidade apresentaram relação pelo menos ao nível de 95% de significância com o total que os fundos mútuos alocam em ações. A variável *book-to-market* apresentou relação negativa, enquanto que a rentabilidade e o valor de mercado mostraram-se relacionadas positivamente.

Os fundos de investimento estão suscetíveis a diferentes riscos associados às condições financeiras das empresas e às imperfeições do mercado, que podem afetar suas performances. Sendo assim, a diversificação do portfólio é uma alternativa para mitigar os riscos envolvidos aos ativos (SOBRINHO, 2016).

Neste trabalho, conforme observado no Quadro 9, foram consideradas quatro variáveis (tamanho, *book-to-market*, rentabilidade e investimento). Diferente da proposta dos estudos de Fama e French (1993, 2015), nesta pesquisa, não foram formados fatores para separação das carteiras, de modo a avaliar a rentabilidade dos títulos de dívida. A intenção foi considerar estas variáveis, que contemplam as características das empresas, como variáveis de controle nos modelos econométricos.

Dessa forma, acredita-se que estas variáveis que compõem o modelo de cinco fatores de Fama e French (2015) sejam também influentes na relação proposta neste trabalho, visto que podem interferir na percepção dos investidores quanto aos riscos associados à aquisição das debêntures, assim como observou-se influência das mesmas na composição das carteiras dos fundos mútuos (SOBRINHO, 2016).

Quadro 9 - Variáveis de Controle – Características das Empresas Emissoras

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base
TAM	Tamanho da Empresa	$TAM_{it} = \ln(\text{Valor de Mercado})$ onde: Valor de Mercado = cotação de fechamento da ação * quantidade de ações da empresa	Fama e French (2015)*; Sobrinho (2016)	(1)
BTM	<i>Book-to-market</i>	$BTM_{it} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Valor de Mercado}}$	Fama e French (2015); King e Wen (2011); Sobrinho (2016)	(1)
RENT	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$RENT_{it} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Fama e French (2015); Sobrinho (2016)	(1)
INV	Investimento	$INV_{it} = \frac{\text{Ativo Total } t_1 - \text{Ativo Total } t_2}{\text{Ativo Total } t_2}$	Fama e French (2015); Sobrinho (2016)	(1)
NM	Novo Mercado da B3	Empresas listadas no Novo Mercado da B3	Ripamonti e Kayo (2016)	(4)

Notas:
 * No trabalho de Fama e French (2015), o tamanho foi medido pela diferença entre a média de retorno das ações das empresas de pequeno porte e a média de retorno das ações das empresas de grande porte. No entanto, como não serão construídos os fatores, optou-se por considerar o tamanho da empresa como o logaritmo do Valor de Mercado.

Base de Dados: (1) Economática®; (4) Site B3

Fonte: Dados da Pesquisa

Além disso, outra variável de controle utilizada neste trabalho foi o Novo Mercado da Bolsa, Brasil, Balcão (B3). Entende-se que a utilização de índices de governança corporativa pode permitir a captação de recursos de terceiros com maiores vantagens (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), além do fato de que a prática dos mecanismos de governança corporativa pode possibilitar ampliação não só do mercado de ações, mas também do mercado de títulos de dívida, tornando-os complementares e não substitutos (RIPAMONTI; KAYO, 2016). Por isso, optou-se por utilizar esta variável como controle da equação.

3.2.3.4 Características dos Fundos Multimercados

Assim como acredita-se que as características das debêntures emitidas e das empresas emissoras sejam importantes para controlar os modelos econométricos desta pesquisa, conforme demonstra a literatura sobre fundos de investimento, características dos fundos, como tamanho, idade, fundos de cotas e as taxas de administração e de performance,

retratadas no Quadro 10 que segue, se mostraram relevantes nas análises, especialmente, sobre a rentabilidade/performance.

Quadro 10 - Variáveis de Controle – Características dos Fundos Multimercados

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base
Ln(PL)	Tamanho do Fundo representado pelo Logaritmo Neperiano do Patrimônio Líquido Total do Fundo no período t.	$\text{Ln(PL)}_{it} = \ln(\text{Patrimônio Líquido})$	Rochman e Eid Jr. (2006); Milani e Ceretta (2013); Malaquias e Eid Jr. (2014); Bono Milan e Eid Jr. (2014); Malaquias e Mamede (2015); Malaquias e Pontes (2018).	(1)
FIC	Fundos Multimercados de Cota, ou seja, fundos que adquirem cotas de outros fundos de investimento	<i>Dummy</i> 1 para os fundos multimercados que adquirem cotas de outros fundos 0 para as demais fundos multimercados	Amin e Kat (2003); Malaquias e Eid. Jr. (2013); Bono Milan e Eid Jr. (2014); Malaquias e Mamede (2015);	(1)
TXADM	Taxa de Administração: taxa cobrada como remuneração dos serviços de gestão do PL, das carteiras, ou seja, dos processos operacionais	Valor da taxa máxima cobrada por cada fundo multimercado ao ano	Bono Milan e Eid Jr. (2014); Malaquias e Mamede (2015); Malaquias e Pontes (2018)	(1) e (2)
TXPERF	Taxa de Performance: taxa cobrada quando o resultado do fundo é superior a um valor previamente estimado	<i>Dummy</i> 1 para os fundos multimercados que cobram taxa de performance 0 para as demais fundos multimercados	Bono Milan e Eid Jr. (2014).	(1)
IDADE	Idade do Fundo	Idade dos Fundos expressa em anos até 31/12/2017	Malaquias e Mamede (2015); Malaquias e Pontes (2018)	(1)

Nota: Base de Dados: (1) Economática®; (2) CVM

Fonte: Dados da pesquisa

Estudos sobre fundos de investimento brasileiros, sejam fundos de ações (MILANI; CERETTA, 2013; BONO MILAN; EID JR., 2014) e/ou fundos multimercados (ROCHMAN; EID JR., 2006; MALAQUIAS; EID JR., 2014; MALAQUIAS; MAMEDE, 2015; MALAQUIAS; PONTES, 2018) destacaram que o tamanho dos fundos, geralmente expresso pelo logaritmo do patrimônio líquido, apresenta relação positiva com a rentabilidade e/ou performance.

A respeito dos fundos de investimento em cotas (FIC), que geralmente estão sujeitos a dupla cobrança de taxas, algumas evidências da literatura apontam que eles podem apresentar melhor performance (MALAQUIAS; MAMEDE, 2015) ou pior performance que os fundos de investimento que não investem em cotas de outros fundos (AMIN; KAT, 2003). Ademais,

estes fundos podem ter comportamentos diferenciados em distintos momentos da economia, isto é, maior performance em períodos de crise e menor em períodos de não-crise (MALAQUIAS; EDI JR., 2013). Conforme observado por Bono Milan e Eid Jr. (2014), os fundos de cotas tendem a adotar uma estratégia de gestão passiva, mantendo os ativos estáveis na carteira.

No tocante à taxa de administração, cobrada pelos serviços operacionais dos gestores, sabe-se que ela pode influenciar de maneira positiva ou negativa o desempenho das organizações (MALAQUIAS; EID JR., 2013).

De maneira complementar, entende-se que a cobrança da taxa de performance pode sinalizar “confiança do gestor na capacidade de obter retornos acima do *benchmark*” (BONO MILAN; EID JR., 2014, p. 487). Conforme evidências observadas por Bono Milan e Eid Jr. (2014), a cobrança da taxa de performance se relaciona positiva e estatisticamente significativa com o desempenho das empresas.

Por fim, algumas pesquisas evidenciam que os fundos com maior tempo de atuação no mercado financeiro tendem a apresentar maior rentabilidade (MILANI; CERETTA, 2013; MALAQUIAS; MAMEDE, 2015).

Desse modo, este estudo também é controlado por estas características dos fundos multimercados, visto que estas variáveis se mostraram relevantes em outros trabalhos sobre fundos de investimento.

3.3 Desenvolvimento dos Modelos Econométricos

3.3.1 Regressão Linear Múltipla - Dados em Painel

Os dados em painel permitem avaliar melhor os efeitos que não podem ser detectados em um corte transversal ou série temporal pura, pois possibilitam que o pesquisador compreenda a relação entre uma variável de resposta e outras variáveis preditivas, ou seja, com estes modelos são elaboradas inferências sobre as possíveis diferenças entre indivíduos ao longo do tempo (FAVERO, 2013). Além disso, têm-se dados que são mais informativos, que possuem maior variabilidade, menor colinearidade e também maior eficiência (GUJARATI; PORTER, 2011).

Este estudo contempla dados de corte transversal (i) que dizem respeito às aquisições de séries de debêntures por diferentes fundos multimercados ao longo de uma série temporal (t), ou seja, de janeiro de 2009 a dezembro de 2017. Por isso, envolve uma dimensão espacial e uma dimensão temporal, sendo, portanto, mais indicados os modelos de regressões de dados

em painel (GREENE, 2002). Um painel é considerado balanceado se houver o mesmo número de observações para cada unidade do corte transversal. Caso não haja, ele se torna um painel desbalanceado. Ademais, se o número de sujeitos for superior ao número de períodos de tempo ($N > T$), tem-se um painel curto e, dada a situação contrária de ($N < T$), tem-se um painel longo (GUJARATI; PORTER, 2011). Esta pesquisa compreende um painel desbalanceado curto, na qual o número de séries de debêntures, adquiridas pelos fundos multimercados, é superior ao período de tempo analisado.

Ressalta-se que, para a utilização de modelos com dados em painel, os efeitos das unidades devem ser correlacionados com as variáveis explicativas, mas, o caso do modelo de efeitos fixos, não podem ter relação com o termo do erro (u_{it}). Espera-se também que as variáveis explicativas sejam exógenas. Por fim, o termo do erro (u_{it}) deve ser independente e identicamente distribuído, com média zero e variância constante (WOOLDRIDGE, 2002; HEIJ *et al.*, 2004).

No modelo POLS (*pooled ordinary least squares*), também conhecido como mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados empilhados, o intercepto da regressão é constante ao longo do tempo e entre os indivíduos. Desse modo, a individualidade dos sujeitos é incluída no termo do erro (u_{it}), conforme visualiza-se abaixo:

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + u_{it} \quad (1)$$

Os modelos de regressão com dados em painel têm sido cada vez mais utilizados nas pesquisas econômicas (GUJARATI; PORTER, 2011), mas na área de contabilidade e finanças ainda falta cuidado não só em relação aos critérios para a adoção de um modelo em detrimento de outro, mas também maior discussão a respeito dos estimadores estudados em cada situação (FAVERO, 2013). Feldstein (1982, p. 829) já afirmava que o modelo mais útil é o “parcimonioso, plausível e informativo”.

Este estudo compreende a análise do modelo econométrico descrito na Equação (2) que segue:

$$\%FUNDO_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 IPCr_j + \beta_2 VCD_j + \beta_3 VCE_{et} + \beta_4 VCFM_{it} + \beta_5 CRISE_t + u_{ejit} \quad (2)$$

Em que:

e = refere-se à empresa “e”

j = refere-se ao título de dívida “j”

i = refere-se ao fundo multimercado “i”

t = refere-se ao tempo

β = coeficientes associados às variáveis independentes e de controle

%FUNDO = variável dependente que corresponde ao percentual das debêntures adquirido por Fundos Multimercados (ponderado pelo PL dos fundos multimercados)

IPCr = variável independente que corresponde ao índice de proteção dos credores (IPCr1 e IPCr2)

VCD = variáveis de controle correspondentes às características das debêntures emitidas;

VCE = variáveis de controle correspondentes às características das empresas emissoras;

VCFM = variáveis de controle correspondentes às características dos fundos multimercados;

CRISE = variável que identifica os anos de crise e não crise do período analisado.

u = termo de erro das equações

Para estimação dos modelos de regressão em painel (linear) com estimadores em dados agrupados, isto é, modelo POLS, as 926 debêntures emitidas de 2009 a 2017 foram observadas também desde a data de emissão até a data de vencimento. Ademais, como um mesmo título pôde ser adquirido por mais de um fundo multimercado, cada título de dívida foi repetido em cada ano conforme o número de aquisições individuais pelos fundos multimercados. Na sequência, foram removidas as observações que apresentaram “*missing values*” para as variáveis de controle destes modelos, que neste caso correspondem não só às características das empresas emissoras, mas também às características dos fundos multimercados. Por fim, estas variáveis passaram pelo processo de winsorização a 1%. Estes ajustes resultaram, portanto, em uma base de dados com 23.480 observações.

3.3.1.1 Análise da Robustez do Modelo

Para proporcionar a robustez dos resultados, anteriormente a estimação dos modelos, procedeu-se com os testes de heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade.

Conforme apresentam Gujarati e Porter (2011), um dos pressupostos clássicos da regressão linear é que os termos u_i sejam homocedásticos, isto é, tenham a mesma variância. Dentre os possíveis fatores que possibilitam a heterocedasticidade dos termos de erro, cita-se a presença de dados discrepantes, também chamados de *outliers*. Conforme White (1980), a heterocedasticidade nos dados pode levar a estimação de parâmetros consistentes, porém ineficientes, resultando em inferências erradas a respeito das hipóteses analisadas.

Em relação à autocorrelação, sabe-se que ele verifica a existência de correlação serial de primeira ordem nos erros idiossincráticos, tendo, pois, como hipótese nula a ausência de autocorrelação. Para que os estimadores do modelo POLS serem consistentes, é preciso que os termos de erro não estejam correlacionados ao longo do tempo para algum indivíduo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Destaca-se que o teste de White consegue detectar tanto problemas de heterocedasticidade dos termos de erro, quanto ausência de independência destes em relação aos regressores.

Já o teste de multicolinearidade foi realizado por meio do fator de inflação de variâncias (FIV). Este teste avalia a existência de relação linear entre as variáveis, sendo que, se identificada a ausência de colinearidade, tem-se o FIV igual a 1 (GUJARATI; PORTER, 2011).

De maneira complementar, foi verificada a distribuição normal do termo do erro (u_{it}) por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro – Wilk, os quais apresentam como hipótese nula a distribuição normal dos dados e dos resíduos (FÁVERO et al, 2009).

4 DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Este capítulo apresenta a descrição da amostra da pesquisa, ou seja, detalha a representatividade das debêntures emitidas que foram contempladas no estudo, bem como a representatividade dos fundos multimercados que adquiriram pelo menos uma debênture durante o período de análise. Além disso, traz a estatística descritiva da variável dependente (%FUNDO), das variáveis independentes (IPCr1 e IPCr2) e das variáveis de controle (características das debêntures emitidas, das empresas emissoras e dos fundos multimercados).

4.1 Descrição da Amostra de Debêntures e dos Fundos Multimercados

Este trabalho contemplou 926 séries de debêntures, as quais foram emitidas de janeiro de 2009 a dezembro de 2017. Considerando-se o volume emitido em debêntures, a Tabela 1 mostra a representatividade destas séries em relação ao volume total de debêntures emitido por ano.

Tabela 1 - Representatividade da Amostra de Debêntures

Ano	Volume Emitido em R\$ (milhões) das Séries de Debêntures da Amostra	Volume Emitido em R\$ (milhões) de Debêntures no Brasil	Representatividade da Amostra em relação às Emissões Totais de Debêntures
2009	28118,87	45157,17	62,27%
2010	41109,84	81961,96	50,16%
2011	54401,65	73619,35	73,90%
2012	97328,97	123789,50	78,62%
2013	38639,99	91784,04	42,10%
2014	34466,08	91846,08	37,53%
2015	48195,79	71277,45	67,62%
2016	43838,92	62573,49	70,06%
2017	61336,38	88165,00	69,57%
Média	49715,17	81130,45	61,31%

Nota: os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Dados da Pesquisa

Visualiza-se que, em média, as 926 séries consideradas neste estudo representam 61% do volume total emitido em debêntures durante o período considerado.

Ao analisar tanto a data de emissão, quanto a data de vencimento das 926 séries emitidas, as informações sobre as debêntures foram repetidas ao longo do período analisado (2009 a 2017), já que elas não alteram com o tempo.

Tabela 2 - Representatividade da Amostra de Fundos Multimercados

Ano	PL em R\$ (milhões) dos Fundos Multimercados da Amostra	PL em R\$ (milhões) dos Fundos Multimercados da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento	Representatividade da Amostra em relação à Indústria Brasileira
2009	35334,64	549385,15	6,43%
2010	102949,65	627265,54	16,41%
2011	128006,25	581250,57	22,02%
2012	165760,77	656572,79	25,25%
2013	174542,14	663276,47	26,32%
2014	172535,42	651377,66	26,49%
2015	166035,87	651149,59	25,50%
2016	173911,19	692701,56	25,11%
2017	183071,07	846696,70	21,62%
Média	144683,00	657741,78	21,68%

Nota: os valores foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017

Fonte: Dados da Pesquisa

Neste estudo, foram contemplados os fundos multimercados, sendo que 1753 fundos alocaram algum percentual de suas carteiras em debêntures de 2009 a 2017. Então, conforme apresenta a Tabela 2, ao se considerar o do PL dos fundos multimercados da amostra em relação ao total do PL dos fundos multimercados da indústria brasileira, nota-se, em média, uma representatividade de 21,68% no período.

4.2 Descrição dos dados

Esta seção envolve a análise descritiva dos dados deste estudo. Primeiramente, foi descrita a variável dependente do trabalho, que envolvem a análise do percentual investido por cada fundo nas debêntures emitidas, ou seja, a variável %FUNDO. Posteriormente foram analisadas as variáveis independentes, que dizem respeito ao índice de proteção dos credores (IPC_{r1} e IPC_{r2}). Na sequência, discorreu-se sobre as variáveis de controle, as quais compreendem as características das debêntures emitidas, das empresas emissoras e dos fundos multimercados.

4.2.1 Análise descritiva da variável dependente %FUNDO

A variável dependente %FUNDO, expressa o percentual de alocação em debêntures de cada fundo multimercado, ou seja, ela indica o interesse dos fundos multimercados pela aquisição destes títulos de dívida.

Para elaboração da base de dados, primeiramente partiu-se das 926 debêntures emitidas, as quais foram consideradas desde à data de emissão até a data de vencimento. Na

sequência, verificou-se as debêntures que faziam parte de alguma carteira de fundo multimercado durante o período. Então, procedeu-se com o cálculo da variável %FUNDO, que considera o volume alocado em cada debênture, ponderado pelo PL de cada fundo multimercado. Desse modo, a base final contemplou 23480 observações. Na variável %FUNDO, foi aplicado o comando de winsorização a 1%.

Tabela 3 - Estatística Descritiva do % que os Fundos Multimercados investem nas Debêntures

Ano	N.	Média	DP	Máx.	Min.
2009	137	1,48	1,92	9,30	0,07
2010	712	1,62	1,62	12,33	0,01
2011	1171	1,56	1,53	12,75	0,00
2012	2489	1,31	1,42	24,67	0,00
2013	2917	1,27	1,47	23,14	0,00
2014	3608	1,36	1,54	27,94	0,00
2015	3660	1,41	1,80	43,00	0,00
2016	3977	1,45	2,72	99,58	0,00
2017	4809	1,24	1,70	47,47	0,00
Total	23480	1,36	1,85	99,58	0,00

Nota: foram consideradas as informações das carteiras de cada fundo multimercado correspondente ao final de dezembro de cada ano.

Fonte: Resultados da Pesquisa

Assim como descrito na Tabela 3, nota-se o valor mínimo igual a “0” na maioria dos anos, sendo correspondentes a situações em que os valores alocados nas debêntures são pouco expressivos quando comparados aos valores do patrimônio líquido de cada fundo. Isso resultou em um percentual de alocação próximo a zero. A situação oposta é vista no ano de 2016, cujo valor do PL do fundo foi, praticamente, todo alocado em uma única debênture. Esta debênture foi emitida pela empresa Ceb Distribuição S.A em 2015, com vencimento para 2020.

Apesar deste caso representativo, em média, os fundos multimercados, contemplados na amostra, alocam 1,36% de suas carteiras nestes títulos de dívida. Desse modo, apesar dos investidores institucionais serem um dos principais subscritores das debêntures no Brasil, quando analisadas as carteiras dos fundos multimercados, visualiza-se pequena representatividade das debêntures.

4.2.2 Análise descritiva das variáveis independentes IPCr1 e IPCr2

Visto que um dos objetivos deste estudo é construir o índice de proteção dos credores, foram analisadas as escrituras das debêntures com o enfoque na cláusula de “vencimento antecipado”, que apresenta as situações em que o agente fiduciário deve declarar

antecipadamente vencidas as debêntures e exigir o pagamento aos credores de maneira imediata, caso a cláusula seja identificada como de “vencimento automático” ou conforme deliberação da assembleia dos debenturistas se a cláusula for classificada como “vencimento não automático”.

Foram calculados dois índices de proteção aos credores: (i) IPCr1: índice que possui as 15 cláusulas sem nenhuma ponderação; (ii) IPCr2: índice que também abrange as 15 *covenants*, mas que considera a ponderação pela cláusula “vencimento automático”.

Tabela 4 - Estatística Descritiva das Cláusulas Restritivas das Debêntures – IPCr1

Covenant	Valor Atribuído				Total
	0		1		
	FA	FR	FA	FR	
Restrições de Dividendos	175	18,90%	751	81,10%	926
Redução de Capital	136	14,69%	790	85,31%	
Liquidação, Dissolução e Falência	4	0,43%	922	99,57%	
Mudança da Essência do Negócio	260	28,08%	666	71,92%	
Mudança da Estrutura da Empresa	54	5,83%	872	94,17%	
Mudança no Controle	103	11,12%	823	88,88%	
Alienação ou Transferência de Ativos	326	35,21%	599	64,69%	
Negligência	1	0,11%	925	99,89%	
Obrigações legais e permissões ambientais	431	46,54%	495	53,46%	
Índices Financeiros	217	23,43%	709	76,57%	
Investimento	518	55,94%	408	44,06%	
Endividamento	797	86,07%	129	13,93%	
Ações	697	75,27%	229	24,73%	
Classificação de Rating	684	73,87%	242	26,13%	
Fusão, cisão e incorporação	136	14,69%	790	85,31%	

Nota: FA: frequência absoluta e FR: frequência relativa

Fonte: Resultados da Pesquisa

Dessa forma, ao analisar as frequências das cláusulas, sem considerar a ponderação, ou seja, tendo em vista somente os valores 0 (atribuído nas situações em que a cláusula não é identificada) e 1 (atribuído nas situações em que a cláusula é identificada), tem-se a situação descrita na Tabela 4.

As cláusulas mais comuns nas escrituras das debêntures são: (i) atuação negligente das companhias emissoras (99,89%), ou seja, cláusulas que garantem que as empresas honrem com as garantias propostas, bem como com as dívidas em tempo; (ii) liquidação, dissolução ou falência (99,57%); e (iii) restrições quanto à mudança da estrutura da empresa (94,17%), isto é, que impedem que a empresa deixe de ser uma sociedade anônima (S.A).

Já as cláusulas menos comuns compreendem as restrições a seguir: (i) política de endividamento (13,93%), que limita a aquisição de novas dívidas sem a prévia autorização dos debenturistas; (ii) emissão ou amortização de ações (24,73%); e (iii) rebaixamento da

classificação do rating (26,13%), atribuído pela agência contratada para avaliar a emissão do título de dívida.

Tabela 5 – Estatística Descritiva das Cláusulas Restritivas das Debêntures – IPCr2

Covenant	Valor Atribuído						Total
	0		1		2		
	FA	FR	FA	FR	FA	FR	
Restrições de Dividendos	176	19,01%	367	39,63%	383	41,36%	926
Redução de Capital	132	14,25%	397	42,87%	397	42,87%	
Liquidação, Dissolução e Falência	2	0,22%	35	3,78%	889	96,00%	
Mudança da Essência do Negócio	257	27,75%	439	47,41%	230	24,84%	
Mudança da Estrutura da Empresa	50	5,40%	150	16,20%	726	78,40%	
Mudança no Controle	99	10,69%	508	54,86%	319	34,45%	
Alienação ou Transferência de Ativos	321	34,67%	416	44,92%	189	20,41%	
Negligência	1	0,11%	37	4,00%	888	95,90%	
Obrigações legais e permissões ambientais	389	42,01%	355	38,34%	182	19,65%	
Índices Financeiros	217	23,43%	669	72,25%	40	4,32%	
Investimento	515	55,62%	192	20,73%	219	23,65%	
Endividamento	787	84,99%	83	8,96%	56	6,05%	
Ações	685	73,97%	110	11,88%	131	14,15%	
Classificação de Rating	676	73,00%	184	19,87%	66	7,13%	
Fusão, cisão e incorporação	135	14,58%	392	42,33%	399	43,09%	
Nota: FA: frequência absoluta e FR: frequência relativa							

Nota: FA: frequência absoluta e FR: frequência relativa

Fonte: Resultados da Pesquisa

Ao considerar a ponderação pela cláusula “vencimento automático”, as três cláusulas mais comuns são também cláusulas geralmente descritas como de “vencimento automático”, ou seja, cláusulas que receberam valor 2, assim como mostra a Tabela 5.

No entanto, algumas cláusulas, que foram em sua maioria identificadas nas escrituras das debêntures, nem sempre são expressas como cláusulas que garantem o imediato pagamento aos credores. Sobretudo, as cláusulas de índices financeiros, comuns em mais de 76% das escrituras, mas que foram identificadas como de “vencimento automático” em somente em 4% dos casos. Outras situações envolvem as cláusulas de restrições de dividendos, redução do capital e mudança do controle, as quais, apesar de apresentarem frequência superior a 80%, somente cerca de 40% garantem o pagamento imediato dos valores investidos aos credores.

A respeito dos índices de proteção aos credores, assim como mostra a Tabela 6, ao analisar o IPCr1, no ano de 2012, foi observado o valor máximo igual a “1”. Isso indica que as 15 cláusulas restritivas foram identificadas em uma debênture. Esse caso corresponde, portanto, à emissão da empresa Eldorado Brasil Celulose S.A. Ademais, em todas as séries, identificou-se pelo menos uma das cláusulas restritivas, o que fez com que nenhuma debênture tivesse valor “0” atribuído ao IPCr1. O menor valor (0,067), portanto, corresponde

à emissão da empresa Iguá Saneamento S.A em 2017, cuja escritura tratou apenas da cláusula restritiva de liquidação, dissolução e falência.

Tabela 6 – Estatística Descritiva IPCr1

Ano	N.	Média	DP	Máx.	Min.
2009	53	0,6352	0,1369	0,9333	0,3333
2010	99	0,6290	0,1337	0,9333	0,3333
2011	90	0,6696	0,1374	0,8667	0,2000
2012	164	0,6134	0,1686	1,0000	0,2667
2013	107	0,6430	0,1374	0,9333	0,2667
2014	105	0,6984	0,1542	0,9333	0,1333
2015	82	0,7252	0,1399	0,9333	0,2667
2016	60	0,6878	0,1640	0,9333	0,2000
2017	166	0,7450	0,1353	0,9333	0,0667
Total	926	0,6731	0,1536	1,0000	0,0667

Fonte: Resultados da Pesquisa

Ao considerar o IPCr2, conforme apresenta a Tabela 7, não foi observado valor máximo igual a “1” em nenhuma das debêntures emitidas. Isso indica que em nenhuma escritura houve a situação em que todas as 15 cláusulas restritivas foram identificadas como de vencimento automático. Além disso, assim como no caso do IPCr1, não houve valor mínimo igual a “0”, o que ilustra que em todas as emissões pelo menos uma cláusula restritiva foi observada.

Tabela 7 – Estatística Descritiva IPCr2

Ano	N.	Média	DP	Máx.	Min.
2009	53	0,4818	0,1671	0,9333	0,1667
2010	99	0,4923	0,1283	0,7667	0,2333
2011	90	0,5207	0,1364	0,7667	0,1333
2012	164	0,4530	0,1502	0,7667	0,1333
2013	107	0,5065	0,1363	0,7667	0,2667
2014	105	0,5578	0,1331	0,7667	0,2000
2015	82	0,5911	0,1428	0,8667	0,1333
2016	60	0,5472	0,1589	0,8667	0,1000
2017	166	0,5845	0,1272	0,8667	0,0333
Total	926	0,5254	0,1478	0,9333	0,0333

Fonte: Resultados da Pesquisa

Por um lado, o valor máximo (0,9333) foi percebido no ano de 2009, cuja emissão corresponde à empresa PDG Realty S.A Empreendimentos e Participações e, por outro lado, o menor valor (0,0333) retrata a mesma situação do IPCr1, ou seja, a emissão da empresa Iguá Saneamento S.A em 2017.

Tabela 8 – Diferença das Médias do IPCr1 e IPCr2

Ano	Médias		Teste t (p-valor)
	IPCr1	IPCr2	
2009	0,6352	0,4818	0,0000
2010	0,6290	0,4923	0,0000
2011	0,6696	0,5207	0,0000
2012	0,6134	0,4530	0,0000
2013	0,6430	0,5065	0,0000
2014	0,6984	0,5578	0,0000
2015	0,7252	0,5911	0,0000
2016	0,6878	0,5472	0,0000
2017	0,7450	0,5845	0,0000
Total	0,6731	0,5254	0,0000

Fonte: Resultados da Pesquisa

Ao proceder com a ponderação pela cláusula “vencimento automático”, houve redução dos valores do índice de proteção aos credores, ou seja, o IPCr1 em todos os anos apresentou médias superiores ao IPCr2, assim como visto na Tabela 8. Estas diferenças foram estatisticamente significantes ao nível de 1%, já que o p-valor do teste t de diferença de médias foi 0,0000 em todos os anos analisados.

Vale destacar que o índice de proteção dos credores, obtido pela soma dos *covenants*, ponderados (IPCr2) ou não (IPCr1) pela cláusula de “vencimento automático” corresponde ao nível da restrição imposta às organizações, com o intuito de mitigar a atuação negligente de acionistas e gestores, que possa levar à expropriação dos credores. Consequentemente, o IPCr releva o grau de proteção oferecido aos credores, conforme cada debênture emitida, sendo, pois, uma das formas não só de reduzir os custos da dívida e elevar o valor das empresas (SMITH; WARNER, 1979; KAHAN; TUCHMAN, 1993), mas também de minimizar os custos de falência e mitigar os conflitos de agência (JERZEMOWSKA, 2006).

4.2.3 Análise descritiva das variáveis de controle

4.2.3.1 Características das Debêntures Emitidas

Para analisar as características das debêntures emitidas, foi utilizada a base que contempla as 926 séries repetidas ao longo do período, conforme data de vencimento de cada título. Essa base envolveu, portanto, 3746 observações.

Assim como mostra a Tabela 9, a maioria das emissões foi com esforços restritos, com maturidade dos títulos de dívida igual ou inferior a 3 anos e com indexador correspondente à taxa DI. No entanto, poucas séries corresponderam a debêntures incentivadas e concederam garantia real aos credores.

Tabela 9 – Características das Séries das Debêntures

Características das Debêntures	Dummy	N.	Mediana do Valor Emitido R\$ (milhões)	Teste Mann-Whitney
Esforços Restritos	0	994	401,58	0,0000***
	1	2752	217,75	
Debênture Incentivada	0	3475	249,48	0,0049***
	1	271	275,56	
Garantia Real	0	3132	275,11	0,0000***
	1	614	130,04	
Maturidade <= 3 anos	0	418	227,70	0,0133**
	1	3328	257,93	
Taxa	0	1010	205,25	0,0000***
	1	2736	270,46	
IPCr1 (>mediana de 0.6666)	0	2034	250,09	0,6178
	1	1712	250,00	
IPCr2 (>mediana de 0.5000)	0	1881	286,80	0,0000***
	1	1865	230,66	

Notas:

- a) Os valores das emissões foram corrigidos conforme Índice de Preços ao Consumidor (IPCA - IBGE) de Dezembro de 2017
- b) Os asteriscos indicam os níveis de significância: ** p< 0,05; ***p<0,01

Fonte: Dados da Pesquisa

Visto que as variáveis desse estudo não seguem uma distribuição normal, procedeu-se com o teste não paramétrico de Mann-Whitney para analisar se havia diferença estatisticamente significativa entre as medianas dos grupos, isto é, entre as debêntures emitidas ou não com esforços restritos, que são ou não incentivadas, que concedem ou não garantia real, que possuem ou não maturidade igual ou inferior a 3 anos e que estejam ou não indexadas à taxa DI.

Tendo em vista as medianas dos valores emitidos em R\$ (milhões) em cada grupo, visualiza-se que as debêntures emitidas com esforços restritos ou as que são emitidas com garantia real geralmente apresentam um volume emitido em R\$ (milhões) menor. Ademais, as debêntures com maturidade igual ou inferior a três anos, as que são incentivadas e as que estão indexadas à taxa DI tendem a apresentar maior montante emitido em título de dívida.

Uma análise complementar foi realizada considerando-se o índice de proteção dos credores (IPCr1 e IPCr2). Procedeu-se com a identificação da amostra, subdividida em subamostras conforme medianas dos índices, sendo a mediana do IPCr1 igual a 0,6667 e a do IPCr2 correspondente a 0,5000. Desse modo, constatou-se que não há diferenças estatisticamente significantes dos valores emitidos (R\$ milhões) entre os grupos de debêntures com mediana maior ou menor e igual à mediana do IPCr1. Entretanto, ao considerar o IPCr2, é possível notar que as debêntures que possuem IPCr2 superior à mediana tendem a apresentar montantes de emissões menores.

4.2.3.2 Características das Empresas Emissoras

Conforme apresentado na Tabela 10, em média, as empresas da amostra apresentaram retorno sobre o PL de 13%, sendo que a companhia menos rentável (-192%) foi a Ecorodovias Concessões e Serviços S.A em 2016, ano em que a empresa apresentou grande prejuízo. No entanto, após situação de prejuízo, a mesma organização se mostrou a mais rentável no período (59%) em 2017.

Tabela 10– Características das Empresas Emissoras

Variável	N.	Média	DP	Máx.	Min.
Rentabilidade	23480	0,1351	0,2139	0,5959	-1,9294
Investimento	23480	0,0786	0,2767	2,1586	-0,3087
Ln (Tamanho em R\$ milhões)	23480	15,8370	0,9793	19,1910	12,8096
<i>Book-to-market</i>	23480	0,8260	0,6545	3,3099	0,0805

Fonte: Resultados da Pesquisa

No geral, as companhias revelam, em média, 8% de expansão dos seus investimentos. No entanto, a empresa que apresentou maior expansão (215%) foi a Energisa S.A no ano de 2015, enquanto que a companhia Cemig Distribuição S.A teve a maior retração (-30%) nos seus investimentos em 2014.

No tocante ao tamanho das empresas, expresso pelo logaritmo natural do valor de mercado, em média as empresas apresentaram o valor 15,84, sendo que a empresa melhor avaliada (19,19) foi a Petróleo Brasileiro S.A (Petrobrás) em 2017 e a com menor valor (12,80) foi a Ceb Distribuição S.A em 2017.

Ademais, quando considerada a variável *book-to-market*, as organizações tenderam a apresentar valor de mercado superior ao seu valor patrimonial, sendo, pois, o índice médio de 0,8260. Isso indica que, em média, as empresas da amostra estão superavaliadas. Desse modo, por um lado, a companhia mais subavaliada (3,31) foi Brookfield Incorporações S.A em 2013, cujo PL foi cerca de 3,31 vezes superior ao valor de mercado. Por outro lado, a empresa que apresentou maior superavaliação foi a Natura S.A em 2011 (0,08) em 2017, o que indica uma situação em que o PL da empresa é cerca de 8% do valor de mercado da organização.

4.2.3.3 Características dos Fundos Multimercados

Este estudo envolveu 1753 fundos multimercados, os quais apresentaram em média logaritmo natural do patrimônio líquido correspondente a 18,03, assim como descrito na Tabela 11. A média da taxa de administração foi de 0,43% a.a, sendo identificada a taxa máxima ao ano de 5%. A taxa mínima, por sua vez, foi 0, ou seja, situações dos fundos que não cobram taxa de administração.

Tabela 11– Características dos Fundos Multimercados

Variável	N.	Média	DP	Máx.	Min.
Ln(PL Fundos Multimercados)	23480	18,0331	1,2798	21,9142	15,4690
Taxa de Administração	23480	0,4267	0,6199	5,0000	0,0000
Idade Fundos	23480	9,0631	4,6806	22,4917	0,7750
Fundos de Cotas	23480	0,0341	0,1814	1,0000	0,0000
Taxa de Performance	23480	0,1695	0,3752	1,0000	0,0000

Fonte: Resultados da Pesquisa

A respeito do tempo de existência do fundo até 31/12/2017, em média os fundos apresentaram idade de 9 anos e 7 meses, sendo que o fundo mais antigo tem cerca de 22 anos e o mais recente aproximadamente nove meses de atuação no mercado. Somente 3,41% da amostra é composta por fundos que adquirem cotas de outros fundos e, por fim, cerca de 16,95% dos fundos possuem cobrança de taxa de performance.

5 RESULTADOS

5.1 Análise da influência do índice de proteção dos credores no % que os fundos multimercados alocam em debêntures

Para realizar a análise dos modelos econométricos, estimados por regressões lineares múltiplas, com dados empilhados (POLS), primeiramente foram retirados os títulos que apresentaram “missing values” para as variáveis de controle, correspondentes às características das empresas e às características dos fundos multimercados. Ademais, aplicou-se o comando de winsorização a 1% nas variáveis de controle (empresas e fundos multimercados) e na variável dependente %FUNDO. Estes ajustes resultaram em uma base de dados com 23.480 observações. Ressalta-se que esta base contempla, portanto, a análise de cada debênture, emitida por uma empresa e que pode ou não ser adquirida por um ou mais fundo(s) multimercado(s). Então, uma mesma empresa pode emitir mais de um título de dívida ao ano, assim como uma mesma debênture pode ser adquirida por mais de um fundo multimercado.

Na sequência, foi feito o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro – Wilk, os quais apresentam como hipótese nula a distribuição normal dos dados e dos resíduos (FÁVERO *et al*, 2009). Foram testadas as variáveis dependente (%FUNDO) e independentes (IPCr1 e IPCr2) do estudo, cujos p-valores foram 0,0000 e, portanto, configuraram situações em que não há distribuição normal destas variáveis.

Posteriormente, para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação, procedeu-se com o teste de White (1980), cujas hipóteses nulas pressupõem homocedasticidade das variâncias e independência dos termos de erro. O p-valor do teste para

os dois modelos foi de 0,0000, o que permite rejeitar as hipóteses nulas e identificar problemas de heterocedasticidade e de autocorrelação.

Dessa forma, os modelos de regressão linear múltipla foram estimados pelo método de mínimos quadrados ordinários (com dados empilhados), aplicando-se a correção dos erros padrão pela matriz robusta de White (1980). No tocante à multicolinearidade, analisada pelo fator de inflação de variâncias (FIV), o modelo (1) apresentou valor 1,21 e o modelo (2) valor 1,22, o que indica ausência de multicolinearidade.

Foram estimados dois modelos, sendo que o modelo (1) contempla o IPCr1 e o modelo (2) o IPCr2. Os dois modelos apresentam as mesmas variáveis de controle, que dizem respeito às características das debêntures emitidas, das empresas emissoras e dos fundos multimercados que adquiriram alguma das debêntures no período. Ressalta-se que os dois modelos foram estimados com *dummies* para setor (classificação Economática®) e ano.

Tabela 12 – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Múltipla com Dados Empilhados

Variáveis	Modelo (1)			Modelo (2)		
	Beta	P-valor	Sig	Beta	P-valor	Sig
IPCr1	0,8273	0,0000	***			
IPCr2				0,8251	0,0000	***
RESTRIT	-0,1046	0,0070	***	-0,0795	0,0200	**
INCENT	0,0563	0,0820	*	0,0915	0,0060	***
MAT	-0,0311	0,4150		-0,0255	0,5020	
REAL	-0,0953	0,2990		-0,0988	0,2770	
TAXA	-0,2705	0,0000	***	-0,2764	0,0000	***
NM	-0,0587	0,0960	*	-0,0647	0,0680	*
CRISE	-0,1864	0,2480		-0,1786	0,2660	
INV	0,1262	0,0890	*	0,1288	0,0850	*
BTM	0,0159	0,5520		0,0222	0,3840	
RENT	-0,0280	0,7240		-0,0258	0,7450	
TAM	0,1510	0,0000	***	0,1679	0,0000	***
Ln(PL Fundos)	-0,3312	0,0000	***	-0,3318	0,0000	***
FIC	0,1542	0,0190	**	0,1567	0,0170	**
TXADM	0,0531	0,0020	***	0,0530	0,0020	***
TXPERF	0,1610	0,0000	***	0,1623	0,0000	***
IDADE	-0,0330	0,0000	***	-0,0333	0,0000	***
_const	4,9802	0,0000	***	4,7813	0,0000	***
N.		23480			23480	
R ²		0,095			0,095	
R ² (ajustado)		0,094			0,093	

Notas: Resultados dos modelos de regressão linear múltipla (Equação 2). Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Os modelos foram estimados com *dummies* para setor e ano e com a aplicação da Matriz Robusta de White. O modelo (1) apresentou FIV de 1,21 e o modelo (2) FIV de 1,22.

Fonte: Resultados da Pesquisa

Almeja-se, dessa forma, testar a hipótese H_1 , que visa comprovar a influência positiva do índice de proteção dos credores no percentual das carteiras dos fundos multimercados alocado em debêntures.

Assim como observa-se na Tabela 12, quase todas as variáveis apresentam relação estatisticamente significativa com o percentual de investimento que os fundos alocam em debêntures. Sobretudo, as evidências respondem à hipótese H_1 do estudo, o que sinaliza que, ao nível de 1% de significância, é possível rejeitar a hipótese nula de ausência de relação das variáveis IPCr1 e IPCr2 com a variável % FUNDO. Desse modo, a estrutura flexível e adaptável das debêntures, (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007), bem como a possibilidade de redução do conflito de agência entre credores e acionistas (SMITH; WARNER, 1979; BILLET; KING; MAUER, 2007) tendem a limitar a possibilidade de expropriação dos debenturistas (SILVA; SAITO; BARBI, 2013) e, conseqüentemente, a atrair o interesse dos fundos multimercados. Isso indica que, quanto maior for o índice de proteção dos credores, maior tende a ser o percentual que estes investidores institucionais alocam em debêntures.

De maneira complementar, algumas variáveis de controle, que compreendem as características das debentures emitidas, também se mostram estatisticamente significantes pelo menos ao nível de 10% nos dois modelos de regressão. Por um lado, nota-se relação positiva e estatisticamente significativa com variável INCENT aos níveis de 10% e 1% de significância, respectivamente, nos modelos (1) e (2). Por outro lado, observa-se relação negativa com os títulos emitidos com esforços restritos, pelo menos ao nível de 5% de significância. Essa relação pode ser justificada por outros fatores não contemplados neste estudo. Houve distinção também das debêntures indexadas pela taxa DI, já que a relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% sinaliza que, para os fundos desta amostra, os títulos indexados a esta taxa tendem a ser menos atrativos. Em relação às variáveis REAL e MAT não houve associação estatisticamente significativa.

O efeito negativo e significativo ao nível de 10% da variável NM com a variável %FUNDO indica efeito contrário ao esperado, já que, conforme apresenta a literatura, a governança corporativa tende a ser um fator importante para a ampliação não só do mercado de ações, mas também do mercado de títulos de dívida (RIPAMONTI; KAYO, 2016). Isso indica que os fundos multimercados tendem a considerar outras características complementares à variável NM para selecionar os ativos das empresas.

Considerando-se, pois, as demais características das empresas emissoras, observa-se que as variáveis TAM e INV apresentam relação positiva e significativa, respectivamente, nos níveis de 10% e 1%. Essas evidências corroboram os trabalhos de Sobrinho (2016) e Fama e

French (1993, 2015), por sinalizarem variáveis das empresas relevantes para os estudos dos fundos de investimento. Em relação às demais variáveis das empresas (RENT e BTM) e à variável CRISE nenhuma relação estatisticamente significativa foi observada.

No tocante às características dos fundos multimercados, observa-se relação positiva e significativa pelo menos ao nível de 5% das variáveis FIC, TXADM e TXPERFORM com a variável %FUNDO. Sobre as variáveis Ln(PL dos Fundos) e IDADE, nota-se relação negativa e significativa ao nível de 1%. Essas evidências corroboram, portanto, a literatura, por demonstrem que estas variáveis são importantes nos estudos a respeito dos fundos de investimento.

6 CONCLUSÕES

Este estudo fundamentou-se na construção do índice de proteção dos credores, por meio das cláusulas restritivas das debêntures, e na identificação da relevância deste índice, sobretudo para os investidores institucionais que são um dos principais subscritores do Brasil. Entende-se que as cláusulas restritivas são uma forma de mitigação dos conflitos existentes entre credores, acionistas e gestores. Sendo assim, o IPCr reflete o grau de proteção dos credores no Brasil, não só por contemplar cláusulas que indicam ações que as empresas devem seguir, mas também por envolver restrições, por exemplo, quanto às políticas de investimento, financiamento e de dividendos.

Como intuito de identificar se o IPCr influencia no percentual que os fundos multimercados alocam em debêntures, este estudo seguiu as seguintes etapas: (i) análise das escrituras das debêntures; e (ii) identificação das debêntures nas carteiras dos fundos multimercados. Para estimação dos modelos econométricos, levou-se em consideração também características das debêntures emitidas, das empresas emissoras e dos fundos multimercados.

Em relação à amostra da pesquisa, ela contemplou 926 debêntures, as quais representam 61% do volume total emitido em debêntures de 2009 a 2017. Foram analisados todos os fundos multimercados, sendo que 1753 diferentes fundos alocaram algum percentual de suas carteiras em debêntures. Ao comparar, portanto, o valor do PL dos fundos multimercados da amostra com o valor do patrimônio líquido total dos fundos multimercados da indústria brasileira, tem-se a representatividade de cerca de 21,68%.

As cláusulas restritivas mais comuns dizem respeito à atuação negligente da empresa, à liquidação, dissolução ou falência e às restrições que inibem a mudança de estrutura da organização. Ademais, as menos comuns envolvem a política de endividamento, de emissão ou amortização de ações e preocupação quanto ao rebaixamento do nível de *rating* da companhia.

Foram criados dois índices de proteção dos credores, isto é, o IPCr1, o qual não apresenta ponderação pela cláusula de “vencimento automático” e o IPCr2, que contempla a ponderação por esta cláusula. Em média, o IPCr1 teve valor correspondente a 0,6731 e o IPCr2 0,5254. Desse modo, a sugestão de ponderação pela cláusula de “vencimento automático” levou à diminuição do valor médio do índice, sendo esta diferença estatisticamente significativa ao nível de 1% ao longo dos anos.

No que diz respeito à variável dependente da pesquisa %FUNDO, observou-se valor médio de 1,36%. Isso indica que, apesar dos fundos de investimento serem um dos principais credores no Brasil, somente cerca de 1,36% das carteiras dos fundos multimercados é alocado em debêntures.

Os resultados obtidos nos modelos econométricos (1) e (2) respondem à hipótese H_1 da pesquisa, que versa sobre a influência positiva do índice de proteção dos credores no percentual que os fundos multimercados alocam em debêntures. As relações positivas das variáveis IPCr1 e IPCr2 com a variável %FUNDO, ao nível de 1% de significância, permitem, então, rejeitar a hipótese nula, de ausência de associação entre as variáveis. Esta evidência, demonstra, portanto, que quanto maior for a garantia de ressarcimento dos credores, diante da possibilidade de violação dos *covenants*, ou seja, quanto maior for o IPCr, maior tende a ser o interesse dos fundos multimercados pelas debêntures. Desse modo, estes investidores institucionais tendem a considerar ações que visam a mitigação de conflitos de agência na composição de seus portfólios.

As demais evidências demonstram que a relação analisada, por meio da hipótese H_1 , está sujeita também às características das debêntures, sendo que destacam-se as debêntures incentivadas, por elas apresentarem uma relação positiva e significativa com a variável dependente do estudo. Há relevância também das debêntures emitidas com esforços restritos e das que são indexadas à taxa DI, visto que elas se relacionam de forma negativa e significativa com o percentual que os fundos alocam em debêntures. No entanto, não há distinção das debêntures emitidas com garantia real e das que possuem maturidade igual ou inferior a três anos.

Além disso, as características das empresas se mostram fatores relevantes no processo de alocação dos fundos multimercados em debêntures, pois as empresas maiores e que possuem maior expansão dos seus investimentos geralmente são mais atrativas para os fundos multimercados. No entanto, a relação negativa e estatisticamente significativa com a variável NM demonstrou que os fundos multimercados não tendem a mitigar os riscos associados aos investimentos em título de dívida, selecionando empresas do Novo Mercado da B3.

De maneira complementar, a significância estatística observada em todas as variáveis dos fundos multimercados corroboram a literatura, por demonstrarem que estas características são importantes nas investigações concernentes aos fundos de investimento. Por um lado, realça-se a relação positiva e significativa dos fundos que investem em cotas de outros fundos, dos que requerem taxa de administração mais elevadas e dos que apresentam cobrança de taxa de performance. Por outro lado, há a relação negativa e também significativa com as variáveis

tamanho e idade dos fundos, o que demonstra que os fundos da amostra, que atuam a menos tempo no mercado e que possuem menor PL sob gestão, estão mais suscetíveis a investir volumes maiores nas debêntures.

Frente as evidências apresentadas, este estudo responde aos objetivos propostos, por preconizar a construção do índice de proteção dos credores, que revela uma das formas de mitigação dos conflitos com acionistas e gestores, e também por demonstrar a relevância deste índice (com e sem ponderação) na alocação em debêntures por fundos multimercados.

Desse modo, o estudo amplia as discussões acerca das cláusulas restritivas, presentes nas escrituras das debêntures, sobretudo no contexto dos investidores institucionais, que são um dos principais credores no Brasil. Os resultados, portanto, deste estudo amplificam a importância das escrituras das debêntures, já demonstrada na literatura em relação a alguns fatores, como os que segue: (i) mitigação do conflito de agência entre credores, acionistas e gestores; (ii) impacto no valor de mercado; e (iii) relação com o endividamento de curto prazo. Neste ponto, reside a principal contribuição deste estudo para a literatura, pois os propósitos das cláusulas restritivas das debêntures geralmente não são conhecidos e investigados. Portanto, este estudo representa um ponto de partida para investigações da relevância das escrituras das debêntures para os investidores, especialmente os investidores institucionais.

Ademais, este trabalho centra-se nas particularidades das escrituras das debêntures brasileiras, visto que propõe a ponderação pela cláusula de “vencimento automático”. Os trabalhos, que fundamentaram a seleção dos *covenants*, apresentaram cláusulas restritivas sem ponderação. Portanto, o IPCr reflete o nível de proteção que as escrituras das debêntures brasileiras garantem aos credores, como forma de atenuação da conduta negligente das empresas emissoras.

À respeito da literatura sobre fundos multimercados, também destaca-se contribuição, por analisar o interesse dos fundos por títulos de dívida, como as debêntures.

Sobre as contribuições empíricas, salienta-se que este estudo envolveu a análise de debêntures, que são os títulos com maior participação no mercado financeiro. Além da relevância apresentada para os diferentes atores (gestores dos fundos e investidores), como já destacado, entende-se que este estudo é importante para órgãos reguladores dos mercados financeiro e de capitais, como a ANBIMA, já que evidencia não só as cláusulas restritivas mais comuns nas debêntures emitidas no Brasil, mas também seus impactos no interesse dos fundos multimercados. Essas informações podem ser, desse modo, úteis para o projeto de padronização das escrituras das debêntures.

O estudo, no entanto, apresenta a limitação em relação ao número de empresas consideradas no teste da hipótese. Apesar do trabalho abranger debêntures emitidas por empresas que não estão listadas na B3, na análise dos modelos econométricos, somente as empresas listadas foram contempladas. Isso se justifica, pois a relação da influência do índice de proteção dos credores no interesse dos fundos multimercados por debêntures foi testada, considerando-se variáveis de controle que compreenderam informações disponíveis apenas para as empresas listadas.

Novos estudos podem ser desenvolvidos sobre os diferentes tópicos trabalhados nesta pesquisa, como: (i) IPCr; (ii) Escrituras das Debêntures e (iii) Fundos de Investimento. No tocante ao IPCr, sugere-se ampliar a análise da influência deste índice no interesse de outros investidores institucionais pela aquisição de debêntures. Além disso, recomenda-se associar a este índice uma medida de retorno ajustada ao risco para avaliar o impacto no interesse dos credores. Sobre as escrituras das debêntures, tendo em vista que a literatura e a instrução CVM 404 ressaltam a importância do detalhamento das cláusulas restritivas, propõe-se a investigação da legibilidade destas cláusulas e da relevância da legibilidade para os investidores institucionais. Por fim, sobre os fundos de investimento, indica-se a verificação dos regulamentos, prospectos e lâminas dos fundos para compreender se há alguma evidência que possa justificar o baixo percentual das carteiras alocado em debêntures.

REFERÊNCIAS

- AMIN, G.S; KAT, H. M. Hedge fund performance 1990-2000: do the ‘money machines’ really add value? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 2, p. 251-274, 2003. <https://doi.org/10.2307/4126750>
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Anuário Indústria de Fundos de Investimento – 2010 a 2018**. Disponível em: <http://cef.fgv.br/anuario-da-industria-de-fundos>. Acesso em: 19 mai. 2018.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais ANBIMA – 2010 a 2018**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Classificação de Fundos – Visão geral e nova estrutura**, 2015. Disponível em: http://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf. Acesso em: 05 mar. 2018
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Consolidado Histórico Fundos de Investimento**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 07 jun. 2018.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Guia de Orientação para Escrituras de Debêntures**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/data/files/60/87/91/E9/602085106351AF7569A80AC2/GuiaDeOrientacaoparaEscriturasdeDebentures-29-10-15_1_.pdf Acesso em: 08 dez. 2017.
- ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. **Debêntures. Estudos Especiais: Produtos de Captação**. Rio de Janeiro: Andima, 2008.
- BEAVER, W. H. **Financial Reporting: an accounting revolution**. Nova Iorque: Prentice Hall, 1998.
- BILLETT, M. T., KING, T. D., MAUER, D. C. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 697-730, 2007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>
- BONO MILAN, P.L.A.; EID JR, W. Elevada Rotatividade de Carteiras e o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, n. 4, p. 469-497, 2014.
- BONO MILAN, P.L.A.; EID JR, W. Um retrato dos fundos de investimento no Brasil. **GV EXECUTIVO**, v. 16, p. 20, 2017. <https://doi.org/10.12660/gvexec.v16n3.2017.70709>
- BRADLEY, M.; ROBERTS, M. R. The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. **Quarterly Journal of Finance**. v. 5, n. 2, p. 1-37, 2015. <https://doi.org/10.1142/S2010139215500019>
- BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. **Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas**. Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Rio de Janeiro: Ipea, 2015.

- CARVALHO, P. S. **Perfil e Determinantes do Mercado de Debêntures no Brasil no Período de 2004-2014**. 2017. 143 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, 2017.
- CHAVA, S.; KUMAR, P.; WARGA, A. Managerial Agency and Bond Covenants. **The Review of Financial Studies**. v.23, n. 3, p. 1120-1148, 2010.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhp072>
- CHRISTENSEN, P. O. FELTHAM, G. A. **Economics of Accounting**. Volume II. Performance Evaluation. Springer, New York: 2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 404 de 13 de Fevereiro de 2004**. CVM, 2004a. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em 05 jul. 2017.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 476 de 16 de Janeiro de 2009**. CVM, 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst404.html>>. Acesso em 05 jul. 2017.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Nota Explicativa à Instrução CVM nº 404 de 13 de Fevereiro de 2004**. CVM, 2004b. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/nota/nota404.html>>. Acesso em 05 jul. 2017.
- DEVOS, E.; RAHMAN, S.; TSANG, D. Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. **Journal of Corporate Finance**. v. 45, n. 1, p. 1-18, August, 2017.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.008>
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. A five-factor asset pricing model. **Journal of Financial Economics**. v.116, n.1, p. 1-22, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks e bonds. **Journal of Financial Economics**. v.33, n.1, p. 3-56, 1993. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- FÁVERO, L. P. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR. Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 2013.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FELDSTEIN, M. X. Inflation, tax rules and investment: some econometric evidence. **Econometrica**. V. 50, n. 4, p. 825-862.
- GHOUMA, H. How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? **Research in International Business and Finance**. v. 39, n. 1, p. 13-29, 2017.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- GIMENES, L. D.; ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. A Indústria de Fundos no Brasil. **Anuário 2016 – Indústria de Fundos de Investimento**, 2016. Disponível em: <http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/anuario_fgv_2016_internet.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2018.
- GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. New Jersey: Pearson Education, Prentice Hall, 2002.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANCES, P. H.; KLOEK, T.; VAN DIJK, H. K. **Econometric Methods with Applications in Business and Economics**. New York: Oxford University Press, 2004.

IOSCO – INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **Development of corporate bond markets in the emerging markets**, 2002. Madrid: Iosco, 2002. Disponível em: <<http://goo.gl/3ImYL5>>. Acesso em: 17 fev. 2017.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JERZEMOWSKA, M. The Main Agency Problems and Their Consequences. **Acta Oeconomica Pragensia**. v. 14, n.3, p. 9-17, 2006. <https://doi.org/10.18267/j.aop.73>

KAHAN, M. The qualified case against mandatory terms in bonds. **Northwestern University Law Review**. v.89, n. 2, p. 565-622, 1995.

KAHAN, M.; ROCK, E. B. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. **University of Pennsylvania Law Review**. v.155, n. 5, p. 1021-1093, May, 2007.

KAHAN, M.; TUCHMAN, B. Do bondholders lose from junk bond covenant changes?. **The Journal of Business**. v. 66, n. 4, p. 499-516, October, 1993. <https://doi.org/10.1086/296615>

KING, T. H. D.; WEN, M. M. Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. **Journal of Banking & Finance**. v.35, n. 3, p. 512-531, March, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.011>

KONRAHT, J. M.; VICENTE, E. F. R. **Determinantes da Utilização de Covenants Contábeis nas Debêntures Emitidas Pelas Empresas Listadas na B3**. In: XVII USP International Conference in Accounting, São Paulo, 2017.

LIU, B. **Why are Some Diversified US Equity Funds Less Diversified Than Others? A Study on the Industry Concentration of Mutual Funds**. Disponível em: <https://economics.stanford.edu/sites/default/files/publications/liu_hthesis2011.pdf>. Acesso em 08. out. 2016.

LIU, C. L.; DAI, T. S.; WANG, C. J. Evaluating corporate bonds and analyzing claim holders' decisions with complex debt structure. **Journal of Banking & Finance**. v.72, n. 1, p. 151-174, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.05.007>

MALAQUIAS, R. F.; EID JR., W. Fundos Multimercados: Desempenho, Determinantes do Desempenho e Efeito Moderador. **Revista de Administração Mackenzie**. v. 15, n. 4, p. 135-163, 2014. <https://doi.org/10.1590/1678-69712014/administracao.v15n4p135-163>

MALAQUIAS, R. F.; MAMEDE, S. P. N. Efeito Calendário e Finanças Comportamentais no Segmento de Fundos Multimercados. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 19, Edição Especial, art. 6, p. 98-116, Maio, 2015. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20152062>.

MALAQUIAS, R. F.; PONTES, G. A. Restrições de Liquidez em Fundos de Investimentos: uma Resposta aos Vieses Comportamentais? **Brazilian Business Review**. v. 15, n. 4, p. 382-390, 2018. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.4.5>

MARKOWITZ, H. M. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p.77-91, 1952.

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Efeito Tamanho nos Fundos de Investimento Brasileiros. **Revista de Administração da UFSM**. v.6, n. 1, p.119-138, jan/mar, 2013. <https://doi.org/10.5902/198346593607>

- NASH, R. C.; NETTER, J. M.; POULSEN, A. B. Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. **Journal of Corporate Finance**. v. 9, n. 2, p. 201-232, 2003. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00007-X](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00007-X)
- PAIVA, E. V. S.; SAVOIA, J. R. F. Pricing corporate bonds in Brazil: 2000 to 2004. **Journal of Business Research**. v. 62, p. 916-919, 2009. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.10.012>
- PAULA, L. F.; FARIA JR, J. A. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. **Revista de Economia Contemporânea**. v. 16, n. 1, p. 107-137, jan-abr/2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-98482012000100006>.
- QI, Y.; ROTH, L.; WALD, J. K. How legal environments affects the use of bond covenants. **Journal of International Business Studies**. v. 42, n. 1, p. 235-262, 2011. <https://doi.org/10.1057/jibs.2010.52>
- RIPAMONTI, A.; KAYO, E.K. Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**. v.17, n. 5, p. 85-109, Sept/ Oct, 2016. <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n5p85-109>
- ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. **Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos**. In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.
- SAITO, R.; SHENG, H. H.; BANDEIRA, M. L. Governança Corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. **Revista de Administração da USP - RAUSP**. v. 42, n. 3, p. 580-292, jul./ago/set, 2007.
- SARAIVA, A.; SALES, R. **PIB do Brasil cai 7,2% em dois anos, pior recessão desde 1948**. Valor. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4890366/pib-do-brasil-cai-72-em-dois-anos-pior-recessao-desde-1948>>. Acesso em: 15. jun. 2018.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). **What are Corporate Bonds?**. Disponível em: <https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_corporatebonds.pdf>. Acesso em 08. out. 2016.
- SHENG, H. H.; SAITO, R. Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de Administração (R.Adm)**. v. 43, n. 2, p. 176-185, abr./maio/jun., 2008.
- SHENG, H.H. **Ensaio sobre Emissões de Corporate Bonds (Debêntures) no Mercado Brasileiro**. 2005. 90 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2005.
- SILVA, V. A. B.; SAITO, R.; BARBI, F. C. The Role of Bond Covenants and Short-Term Debt: Evidence from Brazil. **BAR – Brazilian Administration Review**. v. 10, n.3, p. 323-346, July/September, 2013. <http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922013000300006>
- SILVEIRA; A.D.M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L.A.B.C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**. v. 12, n. 3, p. 763-788, jul/set, 2008. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- SMITH, C.; WARNER, J. On financial contracting. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v.7, n.2, p.117-161, June 1979. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4)

SND – Sistema Nacional de Debêntures. **SND 10 anos**. Disponível em: http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND_10anos.pdf. Acesso em: 09 de mai. 2017.

SOBRINHO, E. J. **Potenciais Efeitos dos Dividendos na Composição e na Performance de Fundos de Ações no Brasil**. 2016. 87 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Uberlândia, 2016.

SORGE, L. A perspectiva da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil. **Anuário 2016 – Indústria de Fundos de Investimento**, 2016. Disponível em: http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/anuario_fgv_2016_internet.pdf. Acesso em: 05 mar. 2018.

TARANTIN, W.; VALLE, M. R. Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512130>

VARGA, G.; WENGERT, M. **The Growth and Size of the Brazilian Mutual Fund Industry**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1575510>. Acesso em 17.out.2016.

WHITE, H. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. **Econometrica Journal of the Econometric Society**, v. 48, n. 4, p. 817-838. <https://doi.org/10.2307/1912934>

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: MIT Press, 2002.