



Debêntures, Proteção dos Credores e Alocação de Ativos por Fundos Multimercados

Thayse Machado Guimarães¹

thaysemg.adm@gmail.com |  0000-0002-1937-8017

Rodrigo Fernandes Malaquias¹

rodrigofmalaquias@ufu.br |  0000-0002-7126-1051

RESUMO

Este estudo tem como objetivo criar um índice de proteção dos credores (IPCr) e investigar qual a influência desse índice no interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures. É relevante compreender o que influencia os fundos multimercados a adquirir debêntures, pois somente cerca de 1,36% dos portfólios dos fundos investigados é alocado nesses títulos de dívida. Desse modo, entende-se que esta pesquisa avança a literatura não só por abranger um tema pouco investigado na realidade brasileira, mas também por propor a criação de um índice e realizar a sua interação com o número de cláusulas de “vencimento automático”, a qual garante o imediato pagamento aos credores em situações de violação do contrato. A pesquisa envolveu 926 séries de debêntures, emitidas no Brasil de 2009 a 2017, e 1.753 fundos multimercados, que alocaram algum percentual das carteiras nesses títulos. O IPCr contemplou 15 cláusulas restritivas, sendo as mais comuns correspondentes à atuação negligente das empresas, à liquidação, dissolução e falência, e às restrições quanto à mudança da estrutura da empresa. Já as menos comuns compreendem a política de endividamento, de emissão e amortização de ações, e rebaixamento do *rating*. A respeito da análise dos dados, foram utilizados modelos de regressão linear múltipla, com dados agrupados e correção dos erros padrão pela matriz robusta de White (1980). Os resultados sugerem evidências de que o IPCr afeta positivamente as porcentagens investidas pelos fundos multimercados em debêntures. O efeito do IPCr nas porcentagens investidas pelos fundos é maior para escrituras que possuem elevado número de cláusulas com vencimento automático. A identificação desse efeito representa uma contribuição aos trabalhos sobre as cláusulas restritivas, por demonstrarem que a estrutura flexível e adaptável das debêntures parece atrair o interesse dos principais credores desses títulos no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE

índice de proteção dos credores, debêntures, fundos multimercados, risco, financiamento corporativo

¹Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil

Recebido: 21/10/2018.
Revisado: 08/03/2019.
Aceito: 12/06/2019.
Publicado Online em: 13/01/2020.
DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2020.17.2.1>



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 de 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, conseqüentemente, 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, este estudo tem por objetivo criar o índice de proteção dos credores (IPCr) e investigar a influência desse índice no interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures.

Os *covenants* são a forma mais barata de mitigar os potenciais conflitos de interesse entre acionistas e debenturistas (Jerzemowska, 2006) e garantem aos credores o vencimento antecipado das debêntures em situações em que as regras estabelecidas não sejam seguidas (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007). Diante disso, este trabalho contribui para a literatura por propor a criação do IPCr, que contempla 15 cláusulas restritivas, conforme os trabalhos de Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013), e apresenta também a interação do IPCr com o número de cláusulas de “vencimento automático”, que diz respeito à garantia do imediato pagamento dos credores em situações nas quais as cláusulas sejam violadas.

O IPCr é importante, sobretudo na realidade brasileira, pois de 2011 a 2017 a maioria das debêntures (78%) foi emitida sem conceder preferências aos credores quanto ao ativo das empresas emissoras, ou seja, debêntures com garantia quirografária (ANBIMA, *Boletim de 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 desses 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 de mercado de capitais*, 2018).

De 2009 a 2017, o volume de emissões de debêntures cresceu cerca de 95%, e, em 2017, foram emitidos cerca de R\$ 88 bilhões em debêntures, o que corresponde a 40% de todo mercado de capitais brasileiro. No mesmo período, os investidores institucionais adquiriram cerca de 41% das debêntures emitidas, com destaque para o ano de 2017, quando foram os mais representativos por deterem aproximadamente 61% das emissões desses títulos de dívidas (ANBIMA, *Boletim de mercado de capitais*, 2018).

A indústria de fundos de investimento brasileira é a décima maior do mundo e, em 2017, apresentou 16000 fundos, com captação de cerca de R\$ 4,1 trilhões, o que configura cerca de 3% do patrimônio líquido mundial (ANBIMA, *Consolidado histórico de 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 (Bono Milan & Eid Júnior, 2017).

Este estudo se restringe à análise dos fundos multimercados, que são a segunda maior classe em relação ao patrimônio líquido da indústria de fundos de investimentos brasileira, com

participação média de 21,1% da carteira. Ademais é a classe que envolve, aproximadamente, 50% do número total de investidores institucionais (ANBIMA, *Consolidado histórico de fundos de investimento*, 2018).

Ressalta-se que esta pesquisa também avança na literatura sobre títulos de dívida, visto que os trabalhos sobre esses títulos são mais comuns em países desenvolvidos (Iosco, 2002), e as cláusulas restritivas não são muito conhecidas e/ou investigadas (Bradley & Roberts, 2015). Embora tenham sido observados estudos (Smith & Warner, 1979; Billet, King, & Mauer, 2007; Saito, Sheng, & Bandeira, 2007; Silva, Saito, & Barbi, 2013) que analisam formas de mitigação dos conflitos de agência dos contratos de dívida, não foram identificados trabalhos que abordam a relação dessas cláusulas com o interesse dos fundos multimercados na aquisição de debêntures.

Apesar de ter sido notado crescimento de, aproximadamente, 95% nas emissões de títulos de dívida no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2017, apenas cerca de 3,5% das carteiras dos fundos de investimento correspondiam às debêntures (ANBIMA, *Consolidado histórico de fundos de investimento*, 2018). Por isso, nota-se a importância de compreender o que influencia os fundos multimercados a adquirirem esses títulos de dívida.

Neste contexto, a hipótese deste estudo versa sobre a influência positiva do índice de proteção dos credores no percentual que os fundos multimercados alocam em debêntures. Os resultados da pesquisa respondem a essa hipótese, por demonstrarem que a relação esperada foi estatisticamente significativa ao nível 1%. Sendo assim, este estudo avança a literatura por indicar que, à medida que cresce a proteção dos credores, maior é o interesse dos fundos multimercados por esses títulos de dívida.

Entende-se, então, que este estudo seja relevante para gestores e investidores dos fundos, pois centra-se na proteção aos interesses desses credores. É importante também para órgãos reguladores, tais como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), sobretudo em projetos como o de padronização das escrituras das debêntures.

Este trabalho se divide em mais cinco capítulos. O segundo capítulo compreende a revisão da literatura e a hipótese. O terceiro traz 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 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

2.1. A TEORIA DE AGÊNCIA

A teoria de agência reconhece os conflitos existentes entre diferentes indivíduos, os quais, no contexto da emissão das debêntures, compreendem os conflitos entre credores, acionistas e gestores. Nesse contexto, os *covenants* 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 e a relação de agência se origina do contrato estabelecido entre uma ou mais pessoas, isto é, 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). Parte-se do pressuposto de que, 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).

Visto 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. Por isso, é praticamente impossível que o agente tome decisões em um nível ótimo do ponto de vista do principal sem que haja algum custo envolvido. Então, os principais custos de agência são classificados como: (i) custos de monitoramento, (ii) custos de garantias contratuais; e (iii) custo residual (Jensen & Meckling, 1976).

Não é comum que as grandes companhias sejam financiadas quase que totalmente por capital de terceiros, pois, 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 porque, 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), “toda emissão de dívida corporativa gera conflitos entre credores e acionistas, também conhecidos como risco moral associado aos financiamentos de dívida” (p. 61). O risco moral, conforme apresenta Beaver (1998), é resultante da assimetria das informações, a qual possibilita que os agentes tenham informações privilegiadas para 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).

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; Ghouma, 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, que são viáveis se os benefícios para uma das partes forem suficientes para justificá-los (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007).

O uso de cláusulas restritivas nos contratos das debêntures é significativamente influenciado pela forma de atuação gerencial, sendo as escrituras eficientes para avaliar os diferentes riscos associados às fraudes dos gestores. Dessa forma, os *covenants* são relevantes, já que correspondem a uma maneira de estruturação das empresas para diminuir os custos de agência dos credores e os custos de financiamento (Chava, Kumar, & Warga, 2010).

As cláusulas restritivas são características comuns dos contratos de títulos de dívida e são uma antecipação à potencial atuação oportunista de gestores e acionistas, por imporem limitações nas emissões desses títulos, inibindo a transferência da riqueza dos credores (Bradley & Roberts, 2015; Devos, Rahman, & Tsang, 2017).

Uma forma de mitigação desses conflitos, no Brasil, se dá pela adoção de escrituras padronizadas, com cláusulas mais simples e de fácil compreensão. Então, os debenturistas têm seus direitos protegidos pelos agentes fiduciários que monitoram as atividades da empresa (Sheng, 2005).

2.2. HIPÓTESE

Os estudos sobre os *covenants* visam analisar se essas cláusulas possibilitam a mitigação dos conflitos existentes entre acionistas e credores (Smith & Warner, 1979; Billet, King, & Mauer, 2007). É preciso haver o estabelecimento de um equilíbrio entre essas cláusulas, visto que, do lado

dos debenturistas, há aquelas correspondentes ao monitoramento e à renegociação do contrato da dívida e, do lado das empresas emissoras, as que podem influenciar na tomada de decisão e na política de investimentos (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007).

Tanto os detentores das obrigações quanto os administradores têm incentivos para manter essas 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 dessas atividades seja idêntico aos benefícios marginais obtidos com essa elaboração (Jensen & Meckling, 1976).

As cláusulas restritivas não são raras em emissões de dívida (Jensen & Meckling, 1976), já que são um fenômeno comum há mais de 100 anos, embora os contratos padronizados fossem poucos na época (Smith & Warner, 1979). Elas devem ser detalhadas de modo a cobrir os aspectos operacionais da empresa, incluindo o risco dos projetos realizados. Por isso, sugere-se a utilização de contratos de título de dívida padronizados, sobretudo em ambientes de mercado incompleto (Sheng, 2005).

Smith e Warner (1979) consideraram 87 emissões públicas de títulos de dívida, de janeiro de 1974 a dezembro de 1975, e notaram que os custos de oportunidade, associados às cláusulas restritivas, foram substanciais, pois, apesar de elas envolverem custos adicionais de elaboração, possibilitaram diminuição dos custos associados ao conflito de agência.

Para Kahan e Tuchman (1993), os *covenants* diminuem o custo da dívida e aumentam o valor das empresas. Entretanto, não se pode afirmar que essas cláusulas, consideradas ótimas no momento da emissão dos títulos de dívida, se mantenham relevantes ao longo do tempo. Visto que elas podem ser alteradas mediante aprovação dos credores, eles coordenam suas ações para modificar ou desaprovar alterações desvantajosas, por almejarem ganhos com essas mudanças nas escrituras.

As debêntures são flexíveis e adaptáveis aos interesses dos credores e, na realidade brasileira, 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 as cláusulas mais rígidas dizem respeito à mudança no controle e a não constituição de garantias reais (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007).

As empresas utilizam as cláusulas restritivas e o endividamento de curto prazo para mitigar os conflitos entre acionistas e debenturistas. A análise de mais de 50 *covenants* de 15.000 emissões de debêntures de empresas não financeiras de 1960 a 2003 demonstrou que essas cláusulas cresceram ao longo dos anos, especialmente nos ambientes de maior alavancagem e de oportunidade de crescimento. Ademais, elas decresceram com o aumento de dívida de curto prazo (Billet, King, & Mauer, 2007).

A análise de 159 debêntures emitidas no Brasil de 2000 a 2009 por 82 diferentes empresas corrobora essa evidência, por demonstrar que as cláusulas restritivas e o financiamento de curto prazo são ferramentas alternativas para minimizar o conflito de agência entre acionistas e credores. Além disso, as empresas com possibilidades de crescimento são mais propensas a trocarem o financiamento de curto pelo de longo prazo, mediante a existência desses *covenants*, sendo que eles tendem a não restringir as oportunidades de crescimento (Silva, Saito, & Barbi, 2013).

Frente ao exposto, as debêntures são mais flexíveis do que outras alternativas de financiamento no Brasil, e podem oferecer taxas de remunerações diferenciadas, cláusulas de recontração com menores custos de transação e suas escrituras podem envolver as opções de compra e de venda (Saito, Sheng, & Bandeira, 2007). 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). Ademais, geralmente os credores optam por se proteger da atuação negligente dos gestores por meio das cláusulas restritivas presentes nas escrituras (Nash, Nette, & Poulsen, 2003).

Dessa forma, tem-se a hipótese desta pesquisa:

H_1 : 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

O ano de 2009 foi considerado o início do período de análise, pois, a partir deste ano, foi observado constante crescimento dos fundos de investimento no Brasil, cuja média de crescimento de 2009 a 2017 foi de cerca de 9,1% (ANBIMA, *Consolidado histórico de fundos de investimento*, 2018). Além disso, neste ano, os dados das carteiras dos fundos foram disponibilizados publicamente e 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, sendo também o ano que apresentou captação elevada de recursos por meio de títulos de dívida, cerca de R\$ 88 bilhões, e a indústria de fundos ter se mostrado crescente e com patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 4,1 trilhões.

As análises das debêntures foram anuais e cada série emitida foi analisada desde a data da emissão até a data de vencimento do título. A coleta envolveu diferentes bases (site da ANBIMA, da CVM e software Economática®) e resultou em um banco de dados com 23.480 observações.

3.2. SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS

A variável dependente deste estudo diz respeito ao interesse dos fundos multimercados pela aquisição de debêntures. Ela foi estimada, conforme Quadro 1, por meio do valor que cada fundo multimercado investiu em cada debênture ao longo do período considerado no estudo. O valor do investimento foi ponderado pelo patrimônio líquido de cada fundo.

Quadro 1

Variáveis Dependente e Independentes

Variável	Descrição	Operacionalização	Base
Dependente	%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)
		Índice de Proteção dos Credores	$IPC_r_j = \frac{\text{Soma 15 Covenants}}{15}$
Independentes	Interação entre o IPCr e o número de cláusulas que possuem “vencimento automático”	IPCr multiplicado por VA, em que VA é uma variável <i>dummy</i> que recebe 1 para as escrituras de debêntures que possuem maior número de cláusulas de “vencimento automático”. Para definir o “maior número” de cláusulas, duas medidas de posição foram consideradas: a mediana e o terceiro quartil do número de cláusulas de vencimento automático.	(3)

Nota. Base de Dados: (1) Economática®; (2) CVM; (3) Debêntures ANBIMA.

Fonte: dados da pesquisa.

Já a variável independente é o IPCr. Esse índice foi calculado com base nos trabalhos de Billet, King e Mauer (2007) e Silva, Saito e Barbi (2013) e se aproxima destes estudos, por envolver cláusulas as quais indicam ações que a empresa deve seguir e as cláusulas de restrições. O avanço que esta pesquisa proporciona em relação a esse índice é considerar a sua interação com o número de cláusulas de “vencimento automático” presentes nas escrituras das debêntures. Para operacionalizar essa interação, conforme apontado no Quadro 1, foi criada uma variável *dummy* que recebe 1 para escrituras de debêntures que possuem número de cláusulas de vencimento automático superior às demais escrituras. Como nível de corte, foi estabelecida a mediana do número de cláusulas de vencimento automático; o terceiro quartil também foi considerado, como uma forma de avaliar a sensibilidade do IPCr na presença de elevado número de cláusulas de vencimento automático.

O IPCr contempla, portanto, 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; ações; classificação de *rating* e fusão, cisão e incorporação. A proteção dos credores foi expressa pelo IPCr, o qual considera a soma dos 15 *covenants*, mensuradas pela 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. A pontuação total foi dividida por 15, que corresponde ao valor total máximo possível e retrata a situação em que todas as cláusulas foram identificadas na escritura da debênture. Portanto, o IPCr varia de 0 a 1, e quanto mais próximo de 1, maior proteção dos credores.

Em relação às variáveis de controle, foram consideradas características das debêntures emitidas, das empresas emissoras e dos fundos multimercados, de acordo com evidências da literatura que comprovaram influência delas em estudos sobre títulos de dívida e fundos de investimento. Essas variáveis estão descritas no Quadro 2.

Quadro 2

Variáveis de Controle

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base
Debêntures	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.	(3)
	INCENT	Debêntures Incentivadas	<i>Dummy</i> 1 para as séries, cujas debêntures são incentivadas e 0 para as demais.	
	REAL	Tipo de Garantia das Debêntures	<i>Dummy</i> 1 para debêntures, cuja garantia seja real e 0 para as demais	
	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	
	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)	

Quadro 2
Cont.

Variável	Descrição	Operacionalização	Autores	Base	
Empresas Emissoras	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		
	BTM	<i>Book-to-market</i>	$BTM_{it} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Valor de Mercado}}$	Fama e French (2015)* Sobrinho (2016) (1)	
	RENT	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$RENT_{it} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$		
	INV	Investimento	$INV_{it} = \frac{\text{Ativo Total } t_{-1} - \text{Ativo Total } t_{-2}}{\text{Ativo Total } t_{-2}}$		
NM	Novo Mercado da B3	Empresas listadas no Novo Mercado da B3	Ripamonti e Kayo (2016)	(4)	
Fundos Multimercados	Ln(PL)	Tamanho do Fundo	$\ln(PL)_{it} = \ln(\text{Patrimônio Líquido})$		
	FIC	Fundos Multimercados que adquirem cotas de outros fundos de investimento	<i>Dummy</i> 1 para os fundos multimercados que adquirem cotas de outros fundos 0 para os demais fundos multimercados	Amin e Kat (2003) Rochman e Eid Jr. (2006)	
	TXADM	Taxa de Administração, cobrada como remuneração dos serviços de gestão do PL, das carteiras	Valor da taxa máxima cobrada por cada fundo multimercado ao ano	Milani e Ceretta (2013) Malaquias e Eid Jr. (2014)	(1) e (2)
	TXPERF	Taxa de Performance, 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 os demais fundos multimercados	Malaquias e Mamede (2015) Malaquias e Pontes (2018).	
	IDADE	Idade do Fundo	Idade dos Fundos expressa em anos até 31/12/2017		

Nota. Base de Dados: (1) Economática®; (2) CVM; (3) Debêntures ANBIMA e (4) Site B3. * 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.

Fonte: dados da pesquisa.

Ademais, destacou-se o período de crise, cujo valor 1 da variável *dummy* foi atribuído aos de 2015 e 2016 e 0 para os demais. Nesse período, houve a pior recessão acumulada no Brasil desde 1948, cujo produto interno bruto (PIB) teve queda correspondente a 7,2% (Saraiva & Sales, 2017). Nesses anos, notou-se também redução das emissões domésticas do mercado de capitais

brasileiro e, particularmente em 2015, captação líquida negativa para os fundos de renda fixa, ações e multimercados.

3.3. DESENVOLVIMENTO DO MODELO ECONOMETRICO

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, por conseguinte, mais indicados os modelos de regressões de dados em painel (Greene, 2002), assim como descrito na Equação (1) que segue:

$$\%FUNDO_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 IPCr_j + \beta_2 IPCr_j * VA + \beta_3 VCD_j + \beta_4 VCE_{et} + \beta_5 VCFM_{it} + \beta_6 CRISE_t + u_{ijt} \quad (1)$$

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

IPCr*VA = variável independente, que corresponde à interação do índice de proteção dos credores com uma dummy para escrituras com elevado número de cláusulas com vencimento automático;

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

4. DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

4.1. VARIÁVEL DEPENDENTE

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 desses títulos de dívida.

Assim como descrito na Tabela 1, 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. Essa debênture foi emitida pela empresa Ceb Distribuição S.A em 2015, com vencimento para 2020.

Tabela 1*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.

Apesar desse caso representativo, em média, os fundos multimercados, contemplados na amostra, alocam 1,36% de suas carteiras nesses títulos de dívida. Desse modo, apesar de os investidores institucionais serem um dos principais subscritores das debêntures no Brasil, há pequena representatividade das debêntures nas carteiras dos fundos multimercados.

4.2. VARIÁVEL INDEPENDENTE

Primeiramente, foi analisada a frequência das cláusulas restritivas em relação ao índice criado, ou seja, em relação ao IPCr. A Tabela 2 descreve as frequências, indicando que as cláusulas mais comuns nas escrituras das debêntures são: (i) atuação negligente das companhias emissoras, (ii) liquidação, dissolução ou falência; e (iii) restrições quanto à mudança da estrutura da empresa, todas com frequência relativa superior a 94%. Já as cláusulas menos comuns compreendem: (i) política de endividamento, (ii) emissão ou amortização de ações; e (iii) rebaixamento da classificação do rating, com frequência relativa igual ou inferior a 27%. A Tabela 2 também evidencia informações sobre cláusulas de vencimento automático. Assim, pode-se observar que 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, têm-se 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.

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).

Tabela 2
Frequência das Cláusulas Restritivas

Descrição das Cláusulas	Cláusulas Não Identificadas		Cláusulas Identificadas						Obs.
			Total		Vencimento Automático?				
					Não		Sim		
FA	FR	FA	FR	FA	FR	FA	FR		
Restrições de Dividendos	176	19,01%	750	80,99%	367	39,63%	383	41,36%	
Redução de Capital	132	14,25%	794	85,75%	397	42,87%	397	42,87%	
Liquidação, Dissolução e Falência	2	0,22%	924	99,78%	35	3,78%	889	96,00%	
Mudança da Essência do Negócio	257	27,75%	669	72,25%	439	47,41%	230	24,84%	
Mudança da Estrutura da Empresa	50	5,40%	876	94,60%	150	16,20%	726	78,40%	
Mudança no Controle	99	10,69%	827	89,31%	508	54,86%	319	34,45%	
Alienação ou Transferência de Ativos	321	34,67%	605	65,33%	416	44,92%	189	20,41%	
Negligência	1	0,11%	925	99,89%	37	4,00%	888	95,90%	926
Obrigações legais e permissões ambientais	389	42,01%	537	57,99%	355	38,34%	182	19,65%	
Índices Financeiros	217	23,43%	709	76,57%	669	72,25%	40	4,32%	
Investimento	515	55,62%	411	44,38%	192	20,73%	219	23,65%	
Endividamento	787	84,99%	139	15,01%	83	8,96%	56	6,05%	
Ações	685	73,97%	241	26,03%	110	11,88%	131	14,15%	
Classificação de Rating	676	73,00%	250	27,00%	184	19,87%	66	7,13%	
Fusão, cisão e incorporação	135	14,58%	791	85,42%	392	42,33%	399	43,09%	

Nota. FA: frequência absoluta e FR: frequência relativa.

Fonte: resultados da pesquisa.

Conforme dados disponíveis na Tabela 3, em média o valor do IPCr foi de 0,6731, sendo o seu valor máximo igual a 1,000 (ou seja, existe pelo menos uma escritura que contém todas as cláusulas) e o seu valor mínimo é de 0,0667, indicando que todas as escrituras possuem pelo menos uma das cláusulas que compõem o IPCr.

Tabela 3
Estatística Descritiva do IPCr

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.

4.3. VARIÁVEIS DE CONTROLE

A respeito das características das debêntures, como demonstra a Tabela 4, os títulos geralmente são emissões com esforços restritos (73,47%), com vencimento de até 3 anos (88,84%) e que possuem remuneração indexada à taxa DI (73,04%). Além disso, poucas debêntures são incentivadas (7,23%) e possuem garantia real (16,39%).

Tabela 4

Características das Debêntures Emitidas

Características das Debêntures	Sim		Não		Total	
	FA	FR	FA	FR	FA	FR
Esforços Restritos	2752	73,47%	994	26,53%		
Debênture Incentivada	271	7,23%	3475	92,77%		
Garantia Real	614	16,39%	3132	83,61%	3746	100%
Maturidade <= 3 anos	3328	88,84%	418	11,16%		
Taxa DI	2736	73,04%	1010	26,96%		

Nota. FA: frequência absoluta e FR: frequência relativa.

Fonte: resultados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 5, em média, as empresas da amostra apresentaram retorno sobre o PL de 13% e 8% de expansão dos seus investimentos. No tocante ao tamanho, expresso pelo logaritmo natural do valor de mercado, em média, as companhias expressaram o valor 15,84. Além disso, quando considerada a variável *book-to-market*, as organizações tenderam a um valor de mercado superior ao seu valor patrimonial, sendo, pois, o índice médio de 0,8260.

Tabela 5

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.

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 6.

Tabela 6

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 média da taxa de administração foi de 0,43% a.a e geralmente os fundos apresentaram 9 anos de atuação. Somente 3,41% da amostra é composta por fundos que adquirem cotas de outros fundos e, por fim, cerca de 17% dos fundos possuem cobrança de taxa de performance.

5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Os modelos econométricos foram estimados por regressões lineares múltiplas com dados empilhados (POLS) e com correção dos erros-padrão pela matriz robusta de White (1980). Foram retirados os valores que apresentaram “missing values” para as variáveis de controle, correspondentes às características das empresas e dos fundos multimercados. Também foi aplicado o comando de winsorização a 1% nessas variáveis e na variável dependente %FUNDO, o que resultou em uma base de dados com 23.480 observações.

Foram estimados dois modelos, e o Modelo 1 contempla a interação do IPCr com a dummy que envolve escrituras com maior número de cláusulas com vencimento automático; no Modelo 1, a mediana representa o nível de corte para identificar as escrituras com maior número de cláusulas com vencimento automático (que recebem um nessa variável). Já o Modelo 2 também contempla a interação do IPCr com a dummy para escrituras com maior número de cláusulas com vencimento automático, mas, nesse segundo modelo, o terceiro quartil representa o nível de corte para identificar as escrituras com maior frequência de cláusulas restritivas. Os dois modelos apresentam as mesmas variáveis de controle e *dummies* para setor (classificação Econômica[®]) e ano. A mediana do número de cláusulas com vencimento automático foi 5,9, e o terceiro quartil foi igual a 7,9; em outras palavras, metade das escrituras possui cinco ou mais cláusulas com vencimento automático, e um quarto das escrituras possui sete ou mais cláusulas com vencimento automático.

Assim como se observa na Tabela 7, quase todas as variáveis apresentam relação estatisticamente significativa com o percentual de investimento que os fundos alocam em debêntures. Os resultados sugerem evidências que respondem à hipótese H_1 do estudo, ou seja, ao nível de 1% de significância, é possível rejeitar a hipótese nula de ausência de relação entre a variável IPCr com a variável % FUNDO.

Isso indica que quanto maior for o índice de proteção dos credores (IPCr), maior é o percentual que esses investidores institucionais alocam em debêntures, o que assevera o trabalho de Nash, Nette e Poulsen (2003), por demonstrar que os credores consideram as cláusulas restritivas das escrituras como mecanismos de atenuação do comportamento negligente dos gestores. Tal evidência demonstra, portanto, a importância do IPCr, o qual cobre os aspectos operacionais da empresa e dos projetos realizados, corroborando o trabalho de Jensen e Meckling (1976). Ademais, atesta que a utilização das cláusulas restritivas é relevante, sobretudo, em ambientes de mercado incompleto, assim como afirma Sheng (2005).

Diante do exposto, sugere-se que 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) limitam a possibilidade de expropriação dos debenturistas (Silva, Saito, & Barbi, 2013) e, conseqüentemente, atraem o interesse dos fundos multimercados. Além disso, a interação entre o IPCr e a variável que se baseia na frequência de cláusulas de vencimento automático foi significativa apenas para escrituras que possuem elevado número das referidas cláusulas (acima do 3º quartil). Tal resultado indica que o efeito positivo do IPCr sobre a variável dependente é ainda maior quando consideradas as escrituras que possuem maior número de cláusulas com vencimento antecipado. O efeito positivo da interação dessas variáveis pode ser um indício de que os gestores dos fundos podem

Tabela 7*Resultados dos Modelos de Regressão Linear Múltipla com Dados Empilhados*

Variáveis	Modelo (1)			Modelo (2)		
	Beta	P-valor	Sig	Beta	P-valor	Sig
IPCr	0,8115	0,000	***	0,7331	0,000	***
IPCr*VA(mediana)	0,0136	0,810				
IPCr*VA(3ºQuart.)				0,1102	0,015	**
RESTRIT	-0,1027	0,017	**	-0,1016	0,010	**
INCENT	0,0576	0,087	*	0,0637	0,053	*
MAT	-0,0318	0,408		-0,0268	0,480	
REAL	-0,0973	0,288		-0,1248	0,169	
TAXA	-0,2714	0,000	***	-0,2800	0,000	***
NM	-0,0575	0,111		-0,0571	0,107	
CRISE	-0,1873	0,248		-0,1778	0,268	
INV	0,1258	0,092	*	0,1232	0,099	*
BTM	0,0156	0,556		0,0083	0,752	
RENT	-0,0289	0,715		-0,0376	0,635	
TAM(Empresa)	0,1524	0,000	***	0,1542	0,000	***
Ln(PL Fundos)	-0,3312	0,000	***	-0,3314	0,000	***
FIC	0,1546	0,019	**	0,1540	0,020	**
TXADM	0,0531	0,002	***	0,0528	0,002	***
TXPERF	0,1610	0,000	***	0,1621	0,000	***
IDADE	-0,0330	0,000	***	-0,0329	0,000	***
_const	4,9649	0,000	***	4,9626	0,000	***
N.	23.480	23.480				
R ²	0,0954	0,0956				
R ² (ajustado)	0,0939	0,0941				

Nota. 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 médio de 1,28 e o Modelo 2 FIV médio de 1,26.

Fonte: resultados da pesquisa.

também estar observando medidas para se precaver no caso de as empresas investidas entrarem em períodos de dificuldades que venham a comprometer a remuneração de seus títulos de dívida, ou mesmo, que venham a comprometer o resgate do valor investido com a aquisição dos títulos.

De maneira complementar, nota-se relação positiva e estatisticamente significativa da variável INCENT ao nível de 10% de significância. Por outro lado, observa-se relação negativa com os títulos emitidos com esforços restritos, pelo menos ao nível de 5% de significância. Houve distinção também das debêntures indexadas pela taxa DI, já que a relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% sugere que, para os fundos dessa amostra, os títulos indexados a essa taxa são menos atrativos. Em relação às variáveis REAL e MAT, não houve associação estatisticamente significativa.

O efeito não significativo da variável NM com a variável %FUNDO foi diferente do esperado, pois, conforme apresenta a literatura, a governança corporativa é importante para a ampliação não só do mercado de ações, mas também do mercado de títulos de dívida (Ripamonti & Kayo, 2016).

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.

Ademais, 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 demonstrarem que tais variáveis foram também importantes para analisar a alocação dos fundos de investimento em títulos de dívida.

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 desse 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. Portanto, 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.

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.

Foi criado um índice de proteção dos credores, o IPCr, tendo sido explorada também sua interação com o número de cláusulas de “vencimento automático” das escrituras. Em média, o IPCr teve valor correspondente a 0,6731, tendo sido observado que há casos de empresas que atendem a todos os requisitos avaliados junto ao IPCr. Observou-se que, apesar de os fundos de investimento serem um dos principais credores no Brasil, em média, somente 1,36% das carteiras dos fundos multimercados é alocado em debêntures.

Os resultados respondem à hipótese H_1 da pesquisa ao nível de 1% de significância, o que sugere que, quanto maior for o IPCr, maior é o interesse dos fundos multimercados pelas debêntures. Desse modo, este estudo responde ao objetivo proposto e contribui para a literatura por preconizar a construção do índice de proteção dos credores, que se centra nas particularidades das escrituras das debêntures brasileiras. Por conseguinte, 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. Observou-se também que, para escrituras que possuem elevado número de cláusulas com “vencimento automático” (acima do 3º quartil), o efeito positivo do IPCr sobre o percentual adquirido pelos fundos é ainda maior.

A respeito da literatura sobre fundos multimercados, também se destaca contribuição, por analisar o interesse dos fundos por títulos de dívida, como as debêntures. Sobre as contribuições empíricas, este estudo envolveu a análise de debêntures, que são os títulos com maior participação no mercado financeiro brasileiro. Além da relevância para os gestores e os investidores dos fundos, também é importante para órgãos reguladores, como a ANBIMA, especialmente no 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 de o trabalho abranger debêntures emitidas por empresas que não

estão listadas na B3, na análise dos modelos econométricos, somente as empresas listadas foram contempladas.

Vale ressaltar que as empresas emissoras podem já ter conhecimento prévio relacionado com a intenção e preferência dos investidores institucionais quanto à aquisição de títulos de dívida com cláusulas restritivas específicas, garantindo a eles maior proteção e minimização de risco. Essa garantia se daria em função de as cláusulas restritivas representarem uma antecipação à potencial atuação oportunista de gestores e acionistas. Frente ao exposto, entende-se que a relação analisada neste estudo pode apresentar algum viés de simultaneidade, o qual pode ser mais bem investigado em pesquisas futuras por meio da utilização de uma variável instrumental, que nesse caso venha a captar os possíveis ajustes nas escrituras das debêntures, emitidas pelas mesmas companhias, ao longo do tempo. Portanto, como estudos futuros, sugere-se a adoção dessa variável instrumental, bem como a utilização de outro método de estimação para se analisar os possíveis efeitos e desdobramentos das cláusulas presentes nas escrituras das debêntures.

Ademais, 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 desse índice no interesse de outros investidores institucionais pela aquisição de debêntures. Além disso, recomenda-se associar a esse 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 dessas 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 justifique o baixo percentual das carteiras alocado em debêntures.

REFERÊNCIAS

- Amin, G. S., Kat, H. M. (2003). Hedge fund performance 1990-2000: do the ‘money machines’ really add value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 251-274. <https://doi.org/10.2307/4126750>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2015). *Classificação de fundos – visão geral e nova estrutura*. Disponível em http://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2017). *Guia de orientação para escrituras de debêntures*. Disponível em http://www.anbima.com.br/data/files/60/87/91/E9/602085106351AF7569A80AC2/GuiadeOrientacao paraEscriturasdeDebentures-29-10-15_1_.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2018). *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento – 2010 a 2018*. Disponível em <http://cef.fgv65.br/anuario-da-industria-de-fundos>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2018). *Boletim de 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

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2018). *Consolidado histórico de fundos de investimento*. Disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm
- Beaver, W. H. (1998). *Financial Reporting: an accounting revolution*. New York: Prentice Hall.
- Billet, M. T., King, T. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>
- Bono Milan, P. L. A., & Eid Jr., W. (2014). Elevada rotatividade de carteiras e o desempenho dos fundos de investimento em ações. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), 469-497.
- Bono Milan, P. L. A., & Eid Jr., W. (2017). Um retrato dos fundos de investimento no Brasil. *GV Executivo*, 16(1), 20. <https://doi.org/10.12660/gvexec.v16n3.2017.70709>
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1-37. <https://doi.org/10.1142/S2010139215500019>
- Bragança, G. G. F., Pessoa, M. S., & Souza, G. M. (2015). *Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, Rio de Janeiro: Ipea.
- Carvalho, P. S. (2017). *Perfil e determinantes do mercado de debêntures no Brasil no período de 2004-2014* (Doutorado em Economia). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Chava, S., Kumar, P., & Warga, A. (2010). Managerial agency and bond covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1120-1148. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp072>
- Christensen, P. O., & Feltham, G. A. (2005). *Economics of accounting* (v. II). Performance Evaluation. Springer, New York.
- Devos, E., Rahman, S., & Tsang, D. (2017). Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 45(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.008>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks e bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? *Research in International Business and Finance*, 39(1), 13-29. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- Greene, W. H. (2002). *Econometric analysis*. New Jersey: Pearson Education, Prentice Hall.
- International Organization of Securities Comission. (2002). *Development of corporate bond markets in the emerging markets*, 2002. Madrid: Iosco. Disponível em <http://goo.gl/3ImYL5>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jerzemowska, A. M. (2006). The main agency problems and their consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9-17. <https://doi.org/10.18267/j.aop.73>
- Kahan, M. (1995). The qualified case against mandatory terms in bonds. *Northwestern University Law Review*, 89(2), 565-622.
- Kahan, M., & Tuchman, B. (1993). Do bondholders lose from junk bond covenant changes? *The Journal of Business*, 66(4), 499-516. <https://doi.org/10.1086/296615>

- Konraht, J. M., & Vicente, E. F. R. (2017). *Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na B3*. XVII USP International Conference in Accounting, São Paulo.
- Liu, C. L., Dai, T. S., & Wang, C. J. (2016). Evaluating corporate bonds and analyzing claim holders' decisions with complex debt structure. *Journal of Banking & Finance*, 72(1), 151-174. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.05.007>
- Malaquias, R. F., & Eid Jr., W. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(4), 135-163. <https://doi.org/10.1590/1678-69712014/administracao.v15n4p135-163>
- Malaquias, R. F., & Mamede, S. P. N. (2015). Efeito calendário e finanças comportamentais no segmento de fundos multimercados. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(6), 98-116. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20152062>
- Malaquias, R. F., & Pontes, G. A. (2018). Restrições de liquidez em fundos de investimentos: uma resposta aos vieses comportamentais? *Brazilian Business Review*, 15(4), 382-390. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.4.5>
- Milani, B., & Ceretta, P. S. (2013, janeiro/março). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da UFSM*, 6(1), 119-138. <https://doi.org/10.5902/198346593607>
- Nash, R. C., Netter, J. M., & Poulsen, A. B. (2003). Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 201-232. [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. (2009). Pricing corporate bonds in Brazil: 2000 to 2004. *Journal of Business Research*, 62(1), 916-919. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.10.012>
- Paula, L. F., & Faria Jr., J. A. (2012). Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, 16(1), 107-137. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-98482012000100006>
- Qi, Y., Roth, L., & Wald, J. K. (2011). How legal environments affects the use of bond covenants. *Journal of International Business Studies*, 42(1), 235-262. <https://doi.org/10.1057/jibs.2010.52>
- Ripamonti, A., & Kayo, E. K. (2016). Corporate governance and capital structure in Brazil: stock, bonds and substitution. *Revista de Administração Mackenzie (RAM)*, 17(5), 85-109. <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n5p85-109>
- Rochman, R. R., & Eid Jr., W. (2006). *Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos*. XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Salvador.
- Saito, R., Sheng, H. H., & Bandeira, M. L. (2007). Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, 42(3), 580-292.
- Saraiva, A., & Sales, R. (2017). *PIB do Brasil cai 7,2% em dois anos, pior recessão desde 1948* [Brazil's GDP falls 7.2% in two years, the worst recession since 1948]. Valor. Retrieved from <http://www.valor.com.br/brasil/4890366/pib-do-brasil-cai-72-em-dois-anos-pior-recessao-desde-1948>
- Sheng, H. H. (2005). *Ensaio sobre emissões de corporate bonds (debêntures) no mercado brasileiro* (Tese em Administração de Empresas). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

-
- Silva, V. A. B., Saito, R., & Barbi, F. C. (2013). The role of bond covenants and short-term debt: evidence from Brazil. *BAR – Brazilian Administration Review*, 10(3), 323-346. <http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922013000300006>
- Smith, C., & Warner, J. (1979). On financial contracting. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4)
- Sobrinho, E. J. (2016). *Potenciais efeitos dos dividendos na composição e na performance de fundos de ações no Brasil* (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica Journal of the Econometric Society*, 48(4), 817-838. <https://doi.org/10.2307/1912934>

FINANCIAMENTO

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001. Rodrigo F. Malaquias também agradece o apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG), Projeto de Demanda Universal, 2014, APQ-01265-14.