

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ESTUDO SOBRE A RIGIDEZ DAS *COVENANTS* DAS  
DEBENTURES PRECIFICADAS NO SND

Alex Sasson Swirski  
No. de matricula: 0511734

Orientador: Vinicius Nascimento Carrasco

Junho de 2009

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"**

**Agradecimentos**

*Ao meu Pai que pacientemente me acompanha em todos os momentos e mantém o canal de diálogo sempre aberto.*

*Ao Professor Vinicius Carrasco pelas valiosas sugestões e orientações.*

**INDICE**

<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>5</b>
<b>II. OBJETIVOS</b>	<b>10</b>
<b>III. MÉTODO E DADOS</b>	<b>11</b>
<b>IV. O MERCADO BRASILEIRO DE DEBÊNTURES - SND</b>	<b>12</b>
<b>V. CONSTRUÇÃO DA AMOSTRA E AS CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES</b>	<b>15</b>
<b>VI. NA AMOSTRA</b>	<b>19</b>
<b>VII. TESTE</b>	<b>22</b>
<b>VII.I. O teste de H1</b>	<b>25</b>
<b>VII.II. O teste de H2</b>	<b>26</b>
<b>VIII. INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS</b>	<b>30</b>
<b>IX. CONCLUSÃO</b>	<b>33</b>
<b>APÊNDICE I</b>	<b>37</b>
<b>APÊNDICE II</b>	<b>38</b>
<b>APÊNDICE III</b>	<b>39</b>
<b>APÊNDICE IV</b>	<b>40</b>

**TABELAS**

<b>TABELA I</b>	<b>12</b>
<b>TABELA II</b>	<b>13</b>
<b>TABELA III</b>	<b>14</b>
<b>TABELA IV</b>	<b>16</b>
<b>TABELA V</b>	<b>17</b>
<b>TABELA VI</b>	<b>17</b>
<b>TABELA VII</b>	<b>18</b>
<b>TABELA VIII</b>	<b>19</b>
<b>TABELA IX</b>	<b>20</b>
<b>TABELA X</b>	<b>20</b>
<b>TABELA XI</b>	<b>25</b>
<b>TABELA XII</b>	<b>26</b>
<b>TABELA XIII</b>	<b>27</b>
<b>TABELA XIV</b>	<b>28</b>

## I. Introdução

No artigo *Design and Renegotiation of Debt Covenants* (2007) Gârleanu e Zwiebel prescrevem duas implicações empíricas. A primeira (**H1**) é de que companhias com uma estrutura de balanço mais concentrada em Ativos Fixos<sup>1</sup> deveriam apresentar *covenants* mais suaves do que companhias com elevado grau de liquidez dos Ativos não fixos. A segunda predição (**H2**) é de que companhias que operam em setores econômicos mais estáveis possuem *covenants* menos rígidas do que companhias em setores mais voláteis.

O objetivo desta Monografia é testar estas duas predições feitas por Gârleanu e Zwiebel - relativas ao grau de rigidez das *covenants* - para o mercado brasileiro de Debêntures.

As *covenants* funcionam como um mecanismo de proteção ao credor, monitorando a companhia tomadora afim de que essa não se comporte de forma a por em risco sua capacidade de honrar a dívida, durante o prazo de maturação do empréstimo concedido. Na prática, as *covenants* aparecem nas escrituras das debêntures<sup>2</sup> na forma de índice(s) financeiro(s) (ex.: Dívida Líquida / EBITDA) que se violados ativam cláusulas unilaterais que transferem direitos de controle dos acionistas aos credores.

Do ponto de vista do credor (debenturista) a violação das *covenants* é uma sinalização de que a companhia pode estar vivendo um momento de *financial distress* o que faz emergir o “problema de agente” (Jensen e Meckling (1976) e Smith e Warner (1979)): em situações de elevado grau de incerteza sobre o futuro da companhia os acionistas podem agir em benefício próprio transferindo para si recursos dos credores.

A motivação para tratar das *covenants* é proveniente de uma carência na literatura de finanças corporativa que, não somente responda se financiamento e investimento corporativo estão relacionados, mas melhor explique o mecanismo que está por trás da desta relação (Stein (2003)).

Sudheer Chava e Michael Roberts são os pioneiros nesta direção com o artigo *How Does Financing Impact Investments? The Role of Debt Covenants* (2007), examinando o impacto da violação das *covenants* nos contratos de dívida na política de

---

<sup>1</sup> No artigo Gârleanu e Zwiebel se referem a Ativos Fixos como *non fungibles* e a parte não fixa como *fungible*.

<sup>2</sup> No Brasil as *covenants* aparecem nas escrituras na parte de “Vencimento Antecipado”.

investimento corporativo. Observam que violações das *covenants* financeiras - também chamadas de *default* técnico - representam uma oportunidade inovadora de inferir sobre essa relação pelas seguintes razões:

Primeiro, a presença de *covenants* e sua potencial violação identificam na transferência de controle dos acionistas aos credores um mecanismo que pode afetar o investimento corporativo (ex.: elevação dos juros, redução da maturidade ou até mesmo interferência direta no programa de investimento da companhia). Segundo, porque é recorrente o uso das *covenants* em contratos de títulos de dívida corporativo negociados publicamente ou privadamente (Bradley e Roberts (2003)) o que torna essa uma variável relevante para grande parte das companhias na economia quando escolhem financiarem-se através de dívida. Terceiro, para uma *covenant* ser violada basta que valor contábil do índice financeiro em questão esteja fora do intervalo predeterminado. A natureza discreta presente na violação das *covenants* faz com que seja irrelevante o grau da infração cometida pela companhia, ou seja, os direitos de controles são transferidos ao credor independente se a violação foi de apenas um ou três desvios padrões. Essa irrelevância faz com que seja possível investigar precisamente o efeito da violação no investimento corporativo comparando companhias que contabilmente estão no limite do prescrito pela *covenant* com companhias que fizeram uma suave violação (ex.: intuitivamente do ponto de vista de capacidade de pagamento da dívida, um credor que exige Dívida Líquida / EBITDA menor do que 2,5 não deveria diferenciar uma companhia com essa razão de 2,49 para outra de razão 2,51).

Chava e Roberts observaram que a violação das *covenants* em média reduz em 1% o valor do programa de investimentos previsto pela companhia – 13% quando comparado com o nível de investimento observado pré violação.

Mostram, também, que em média as *covenants* das debêntures no momento da emissão estão apenas um desvio padrão do valor contábil do índice em questão. Como consequência 20% das *covenants* das debêntures em circulação nos EUA são violadas durante um trimestre típico. Além disso observaram que em média uma debênture registra *default* técnico durante 40% do seu ciclo de vida podendo chegar até 52% para determinados tipos de *covenants*.

Nota-se uma característica predominante de elevado grau de rigidez das *covenants* implicando com que elas rapidamente caíam em violação. Uma consequência direta deste padrão é de que as *covenants* são freqüentemente renegociadas e as condições impostas relaxadas – *waived* - (Smith (1993)).

Se esta renegociação *ex post* fosse eficiente, sem custo e a informação simétrica o teorema de Coase sugere que o grau de rigidez das *covenants* não seria relevante uma vez que as renegociações ocorreriam indefinidamente até o estabelecimento de um contrato ótimo. Se ao invés a renegociação fosse custosa e a simetria informacional permanecesse esperaríamos que as *covenants* nos contratos de dívida fossem escritas de forma à minimizar os custos de renegociação. E, se ainda considerarmos o fato que o excesso de direitos de controle transferidos aos credores mediante a um *default* técnico pode prejudicar a operação de uma companhia,<sup>3</sup> os resultados observados por Chava e Roberts (2007) são surpreendente

Com o intuito de melhor explorar o fato das *covenants* inicialmente serem muito rígidas e quando violadas relaxadas, Gârleanu e Zwiebel (2007) analisam o desenho e posteriormente a renegociação das *covenants* presentes nos contratos de dívida. Constroem um jogo onde existe assimetria informacional entre o banqueiro-credor e empresário-tomador, em especial considerando que os investimentos futuros da companhia são eficientes em alguns estados mas também podem implicar em desvios de conduta por parte do acionista controlador em transferir recursos dos debenturistas para si. Embora não exista assimetria informacional quanto as Taxas Internas de Retorno (TIR) dos investimentos futuros – ambos, banqueiro e empresário possuem a mesma informação – isso não é válido para o comportamento dos controladores da companhia que são *insiders* sobre qualquer possível transferência de recursos dos debenturistas. Todavia o credor pode informar-se a um determinado custo.

Com o jogo modelado desta maneira, Gârleanu e Zwiebel mostram que o simples problema de seleção adversa leva com que companhias com baixo potencial de desvio de conduta perante o debenturista sinalizem seu tipo oferecendo uma grande alocação *ex-ante* de direito de controle caso haja violação das *covenants*. Isso implica que em um segundo momento, ocorrendo uma renegociação do contrato de dívida, a parte menos informada (credor) possui um viés natural de abrir mão parcial dos seus direitos de controle – *covenants* são *waived*.

Este modelo teórico prescreve um resultado que corrobora as documentações práticas de Chava e Roberts (2007) e contrasta com o modelo tradicional de contratos

---

<sup>3</sup> O credor possui papel passivo no processo de investimento corporativo. Na medida em que ele pode ganhar parcial controle de uma companhia – mediante a violação das *covenants* – passa a exercer poder de veto nas decisões de investimento da companhia.



incompletos que indica que os direitos de controle devem ser alocados para a parte com maior *expertise* na gestão de projeto, normalmente a parte mais informada.

Decorrente do modelo construído por Gârleanu e Zwiebel duas predições empíricas, indicadas acima, emergem sobre possíveis explicações para analisar o grau de rigidez das *covenants*. Esta pesquisa de Monografia avança na discussão das *covenants* testando as duas predições empíricas.

Tanto Chava e Roberts (2007) como Gârleanu e Zwiebel (2007) analisam o comportamento do mercado americano. Ao testar as suas observações no mercado brasileiro, de escala muito menor, são evidenciadas peculiaridades que dão nova dimensão ao estudo das *covenants* como mecanismo específico de suavização de conflitos de interesses. Além disso, a construção de um banco de dados usado na pesquisa que sintetiza as informações dos tipos de *covenants* presentes nos contratos de debêntures no Brasil, é em si um benefício como ponto de partida para futuras pesquisas no tema.

Os resultados encontrados corroboram as duas predições feitas em *Design and Renegotiation of Debt Covenants*. Companhias com alta liquidez na parte não fixa do seu ativo possuem *covenants* mais rígidas. E, companhias que operam em setores os quais a geração de caixa é mais previsível possuem *covenants* mais suaves.

Para chegar nestes resultados esta Monografia percorre o seguinte percurso: uma seção que explica a forma como as hipótese em questão serão testada e os dados necessários, a seção subsequente que descreve mercado de debêntures no Brasil e define a amostra a ser estudada, uma seção para apresentar e comentar os resultados estatísticos dos teste das hipótese e por fim a conclusão que adereça sugestões para o aprofundamento de futuros estudos sobre rigidez das *covenants*.

## II. Objetivos

O que esta monografia se propõe a fazer é avançar na discussão iniciada por Gârleanu e Zwiebel (2007) testando, para mercado brasileiro, duas de suas predições empíricas:

- (i) Companhias em que empregam maior quantidade de ativos não *tradables* (instalações e recursos dedicados) na sua operação tendem a possuir *covenants* mais suaves que companhias que utilizam mais ativos *tradables* (recursos não dedicados e negociáveis em mercados próprios). A razão disso é que o temor dos credores de que os acionistas, ao anteverem uma deterioração no cenário de operação da companhia, poderiam transferir para si os ativos da empresa (ex.: pagamento de dividendos, gastos em empresas coligadas) em detrimento de proteger os credores. Esse movimento não seria trivial se a maioria dos ativos fossem não *tradables*: uma empresa construtora, pela natureza dos seus ativos, teria mais facilidade de se desfazer do seu estoque de imóveis que uma siderúrgica teria para vender seus alto-fornos (**H1**).
  
- (ii) A segunda predição a ser testada é de que as *covenants* de debêntures emitidas por empresas de negócios que atuam em ambientes mais estáveis<sup>4</sup> tenderiam a ser mais suaves. A lógica é que a instabilidade do ambiente ajuda a confundir se o resultado vem da ação do acionista ou das circunstâncias externas. Essa condição incentiva o acionista atuar de forma a transferir os recursos dos debenturistas para si. Chamaremos o teste desta hipótese de (**H2**).

---

<sup>4</sup> Empresas em negócios estáveis são aquelas com maior previsibilidade da sua geração futura de caixa. Um bom exemplo são as empresas brasileiras do setor elétrico. No dia do lançamento de uma planta de geração já é conhecido todo o resultado futuro.

### III. Método e dados

Para verificar as hipóteses acima construímos os seguintes testes:

**Teste de H1:** Verificar se as empresas com maior liquidez nos Ativos não Fixos, ou seja, Giro elevado na parte não *tradable* do Ativo Total possuem *covenants* mais rígidas. Esta é uma maneira mais eficiente do que testarmos diretamente se companhias de maior proporção de Ativos Fixos (chamados aqui de Ativos de Capacidade) na estrutura da composição de seu balanço apresentariam *covenants* menos rígidas. Pois mesmo que uma companhia possua baixa proporção de Ativos *tradables* (frente aos não *tradables*) esse podem ser líquidos a ponto de mais que compensar sua presença pouco expressiva.

**Teste de H2:** Verificar se as empresas de setores de menor risco possuem *covenants* menos rígidas. A idéia é de que existem setores nos quais os fluxos de caixa futuro (independentemente do tamanho) são mais previsíveis e de difícil manipulação pelos acionistas. Por exemplo, a empresas de um setor que envolva concessões possuem esse perfil.

Para chegarmos no ponto de testar H1 e H2 precisamos reunir todas as ferramentas necessárias para compreender de forma clara a estrutura do mercado brasileiro de debêntures assim como as demonstrações financeiras das companhias que nele participam.

Nesse sentido, os dados para a pesquisa foram obtidos a partir da leitura individual das escrituras das debêntures precificadas no Sistema Nacional de Debêntures publicadas no [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br) e nas informações dos relatórios financeiros anuais das companhias publica na CVM.

#### IV. O mercado brasileiro de debêntures - SND

O SND – Sistema Nacional de Debêntures - foi criado em 1988 numa parceria entre ANDIMA e CETIP para desenvolver um mercado organizado de balcão de debêntures no país. Hoje o SND tem como função principal a precificação das debêntures.

Desde seu início, canalizou bilhões de reais para companhias brasileiras. A opção das companhias por escolher esta forma de financiamento está relacionada com períodos de estabilidade econômica e maior previsibilidade inflacionária: Smith e Warner (1979), Huberman e Schwert (1985) Anderson (1999) e Leal e Carvalhal (2008). No caso brasileiro podemos ver essa evolução a partir do Plano Real (Tabela I).

Debêntures vêm sendo usadas por empresas de diferentes segmentos, desde companhias de arrendamento mercantil até indústrias e empresas de serviços públicos (Tabela III)

A maior parte, porém dos recursos são destinados ao financiamento de capital de giro e somente 0,76% para projetos de infra-estrutura (Tabela II). Esse perfil coincide com o comportamento geral de financiamento das empresas brasileiras que limitam a dívida, pelo seu custo, para necessidades de curto prazo.

#### Tabela I

Evolução dos valores de ações e debêntures no Brasil 1995-2008 (R\$ milhões)

Ano	Ações	Debêntures
1995	1.935,25	6.883,37
1996	9.171,90	8.395,47
1997	3.965,21	7.517,77
1998	4.112,10	9.657,34
1999	2.749,45	6.676,38
2000	1.410,17	8.748,00
2001	1.353,30	15.162,14
2002	1.050,44	14.635,60
2003	230,00	5.282,40
2004	4.469,90	9.614,45
2005	4.364,53	41.538,85
2006	14.223,02	69.464,08
2007	33.135,84	46.533,79
2008	32.148,10	37.458,53
<b>Total</b>	<b>114.319,21</b>	<b>287.568,17</b>

Fonte: CVM

**TABELA II**

Uso dos recursos captados via mercado de debêntures 1994-Abril 2009

<i>Destinação de Recursos</i>	<i>US\$ milhões</i>	<i>%</i>
Capital de giro	58.189	34,66
Aquisição de bens para arrendamento	30.834	18,37
Alongamento do perfil de endividamento	27.840	16,58
Investimento ou aquisição de participações societárias	17.458	10,4
Redução de passivo	9.406	5,6
Investimento em imobilizado	8.638	5,15
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	3.317	1,98
Outras destinações	2.835	1,69
Implantação de projeto	2.427	1,45
Cobertura de custos iniciais das operações	2.051	1,22
Reestruturação, modernização e recuperação empresarial	1.607	0,96
Aquisição de recebíveis	1.421	0,85
Investimento em infra-estrutura	1.275	0,76
Concessão de mútuo	325	0,19
N/D	262	0,16
<b>Total</b>	<b>167.891</b>	<b>100,00</b>

Fonte: SND

**Tabela III**

Destinação dos recursos captados por debêntures por ramo de atividade  
1994-Abril 2009 (SND)

<b>Ramo de Atividade</b>	<b>US\$ milhões (%)</b>	
Arrendamento mercantil	87.392	52,06
Empresas de administração e participações	26.294	15,66
Energia elétrica	15.999	9,53
Metalurgia e siderurgia	5.993	3,57
Telecomunicações	5.324	3,17
Extração mineral	3.231	1,92
Comércio (atacado e varejo)	3.198	1,91
Papel e Celulose	3.007	1,79
C. Civil, material de construção e decoração.	2.773	1,65
Serviços de transporte e logística	2.346	1,4
Saneamento e serviços de água e gás	2.153	1,28
Petroquímicos e borracha	2.109	1,26
Petróleo e Gás	1.901	1,13
Securitização de recebíveis	1.630	0,97
Máquinas, equipamentos, veículos e peças	1.342	0,8
Têxtil e vestuário	0,87	0,52
Alimentos	0,59	0,36
Gráficas e editoras	0,30	0,18
Agricultura (açúcar, álcool e cana)	0,29	0,17
Comércio exterior	0,25	0,15
Serviços médicos	0,15	0,09
Hospedagem e turismo	0,14	0,09
Serviços diversos	0,13	0,08
Intermediação Financeira	0,12	0,08
Bebidas e fumo	0,096	0,06
Serviços administrativos diversos	0,048	0,03
Importadora e exportadora	0,045	0,03
Factoring	0,029	0,02
Serviços em geral	0,025	0,02
Fabricação de Bens de Consumo Duráveis	0,017	0,01
Seguradoras e Corretoras de Crédito Imobiliário	0,014	0,01
Crédito Imobiliário	0,007	0
Reflorestamento	0,004	0
<b>Total</b>	<b>167.874</b>	<b>100,00</b>

## V. Construção da amostra e as características das debêntures

Os dados das escrituras das debêntures – onde as informações sobre as *covenants* são apresentadas - foram obtidos através da página eletrônica na internet do Sistema Nacional de Debêntures. Ele abrange 98,2% dos títulos corporativos negociados publicamente. Durante a realização desta monografia a Bovespa iniciou o processo de consolidação das informações deste mercado e em breve será ela que centralizará 99,8% das informações.

Apesar do seu início na década de 80, somente na década atual os volumes de novas emissões são expressivos. Apenas em 2005 que este mercado se eleva a um novo patamar na marca de R\$ 42 bi em emissões contra somente R\$ 9 bi do ano anterior. Devido a este salto o marco inicial do universo das debêntures emitidas, para este trabalho, é o ano de 2005.

No período em questão (2005-abr2009) houveram 213 ativos emitidos dos quais 76 são de responsabilidade de 15 empresas financeiras. Os 137 restantes respondem por 75 empresas dos mais diversos setores. As tabelas: IV e V retratam as principais características do universo em questão:

Como o objetivo deste trabalho é compreender a relação entre rigidez das *covenants* e a composição do balanço das companhias, as considerações feitas na seleção da amostra tentam expurgar as informações menos relevante, na identificação dessa relação. Fazemos então as seguintes restrições:

1. Exclusão das companhias financeiras. A análise da estrutura financeira do setor pouco nos diz sobre a estratégia de negócios da companhia apenas revela sua natureza extremamente concentrada em ativos líquidos.
2. Consideração somente da debênture mais negociada por emissor. Esta abordagem na verdade não limita o estudo, pois as demais debêntures emitidas por uma mesma companhia, na maior parte das vezes, possuem escrituras similares.
3. Exclusão das debêntures que tiveram: registro cancelado recompra total após a oferta inicial ou lançamento adiado.

Após aplicarmos estas 3 restrições ao universo chegamos à amostra da pesquisa que esta descrita na tabela VI e VII.

É interessante ressaltar que ela resguarda grande similaridade com o universo em relação à predominância da(o): não conversibilidade, maturidade até 5 anos, garantias

quiografárias e IPCA como indexador. A diferença fundamental entre os dois grupos está no fato da amostra conter majoritariamente companhias do setor de Energia Elétrica e Construção Civil, já o universo muitas companhias ligadas às atividades financeiras.

**TABELA IV**

Característica do universo estudado

Ano	Número de emissões	Número de emissores	Não conversíveis	Valor em R\$ milhões <sup>(1)</sup>
2005	34	22	34	39.040
2006	64	34	64	60.817
2007	75	40	74	54.800
2008	36	25	36	12.956
2009	4	4	4	1.460
<b>Total</b>	<b>213</b>	<b>92</b>	<b>212</b>	<b>169.073</b>



**Tabela V**

**Estrutura das debêntures emitidas: garantia, prazo e indexador.  
SND 2005- Abril 2009**

Período	Garantia		Flutuante	Duração - anos						Indexador			
	#	Não conversível		Quirografária	Subordinada	Real	(0,5]	(5,10]	(10,~)	DI	IGP-M	IPCA	Outros
2005	34	34	1	20	13	0	10	16	8	26	8	0	0
2006	64	64	0	25	30	9	16	27	21	55	8	0	1
2007	75	74	2	29	40	4	15	34	26	65	2	6	1
2008	36	36	4	25	5	2	17	17	2	32	0	3	1
2009	4	4	0	4	0	0	4	0	0	4	0	0	0
Total	213	212	7	103	88	15	62	94	57	182	18	9	3

Fonte: SND

**Tabela VI – Os dados exibidos abaixo foram obtidos aplicando as três restrições descritas acima ao universo das debêntures emitidas entre os anos de 2005 e 2009 registradas no SND.**

Período	Garantia		Flutuante	Duração - anos						Indexador			
	#	Não conversível		Quirografária	Subordinada	Real	(0,5]	(5,10]	(10,~)	DI	IGP-M	IPCA	Outros
2005	7	7	1	6	0	0	4	3	0	7	0	0	0
2006	24	24	0	17	3	4	11	13	0	22	4	0	0
2007	22	21	1	17	3	1	7	15	0	20	1	1	1
2008	9	9	1	6	1	1	7	2	0	9	0	0	0
2009	1	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Total	63	62	3	47	7	6	30	33	0	59	5	1	1

Fonte: SND

**TABELA VII****Divisão setorial das companhias presentes na amostra****Companhias emissoras - divisão setorial**

<b>Setores</b>	<b>Total</b>	<b>Sem <i>Covenant</i></b>
Alimentos e bebidas	1	0
Comercio	1	0
Construção	11	4
Energia elétrica	20	1
Mineração	1	1
Outros	9	2
Petroleo e gás	1	1
Quimica	2	0
Shopping	2	0
Siderurgia	3	1
Telefonia	4	1
Transporte	6	0
Varejo	1	0
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>11</b>

## VI. Na amostra

A seção anterior buscou sintetizar as principais características do mercado brasileiro e dos papéis que o compõe. Neste capítulo, o esforço está em destacar dois pontos cruciais dentro da amostra selecionada: os tipos e frequência das *covenants* das debêntures e a estrutura financeira destas companhias emissoras. Assim temos os dados necessários para fazer uma primeira inferência acerca do relacionamento de rigidez das *covenants* com as características financeiras das companhias.

### As Covenants

Das 62 companhias emissoras da amostra 11 delas não apresentavam nenhum tipo de *covenant*. Foram identificados 15 tipos de índices financeiros os quais restringem a atividade operacional das companhias contingente a um aumento no seu endividamento.

A Tabela VIII apresenta os tipos de *covenants* e a frequência com que ocorrem na amostra .

**TABELA VIII**

#### **Tipos de *covenants* presente na amostra**

<i>Covenants</i>	<i>Frequência</i>
C <sub>1</sub> Dívida Líquida/EBITDA	36
C <sub>2</sub> EBITDA/Resultado Financeiro	29
C <sub>3</sub> EBITDA/Despesa Financeira	9
C <sub>4</sub> Dívida Bruta/EBITDA	7
C <sub>5</sub> Dívida Líquida/Patrimônio Líquido	8
C <sub>6</sub> Ativo Circulante/ Passivo Circulante	6
C <sub>7</sub> Lucro Operacional/ Despesa Financeira (ICSD)	3
Outros <sup>(3)</sup>	8

### As variáveis das demonstrações financeiras

Os quadros que seguem, mostram de forma simplificada a estrutura de Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Resultado e como pela combinação de informações contidas nestes poderemos construir indicadores para testar **H1** e **H2**.

**TABELA IX****Balço Patrimonial**

Itens observados e notação

<b>Ativo Total</b>	ATT
Disponibilidades	DSP
Ativos Circulantes exceto Disponível, e Realizável a Longo Prazo	RAC
Ativos de capacidade	ACP
Imobilizado	IMB
Diferido	DFR
Intangível	INT
Investimentos	IVT

<b>Passivo Total</b>	PAT
Passivos operacionais	POP
Empréstimos e financiamentos	EEF
Exigível de CP	ECP
Debêntures CP	DCP
Debêntures de LP	DLP
Exigível de LP	ELP
Patrimônio Líquido	PAL

**TABELA X****Demonstrativo de Resultado**

Itens observados e notação

<b>Receita Operacional Líquida</b>	ROL
<b>Resultado Bruto</b>	
<i>Despesas operacionais</i>	
Receita Financeira	
<b><i>Resultados dos ativos da operação</i></b>	RAO
Despesa Financeira	DFN
Resultado de Equivalência Patrimonial	
<b>Resultado Operacional</b>	ROP
<b>Lucro Líquido</b>	LLQ

A partir destes dados foi possível construir os indicadores descritos abaixo:

$$R_1 = ACP / ATT$$

Esse indicador mede a participação dos Ativos de Capacidade (ACP) – de natureza menos *tradable* – como proporção do Ativo Total (ATT). Quanto mais próximo da unidade,  $R_1$  indicaria uma estrutura de ativos mais concentrada em não *tradables*, e mais próximo de zero, o oposto.

$$\mathbf{R}_2 = \mathbf{RAO} / \mathbf{ATT}.$$

O RAO é uma medida de resultado gerado pelos Ativos da operação.  $\mathbf{R}_2$  é uma medida aproximada de rentabilidade da operação.

$$\mathbf{R}_3 = \mathbf{ROL} / (\mathbf{ATT} - \mathbf{ACP})$$

Esse indicador mede o giro dos ativos segmentados na categoria *tradable*. Quanto maior  $\mathbf{R}_3$ , mais intensa será a natureza *tradable* desses ativos.

## VII. Teste

### A variável dependente

Nosso objetivo é tentar explicar os níveis das *covenants* acordados nos contratos das debêntures e por essa razão ela será sempre a variável dependente nas regressões.

Os dois principais (frequência) tipos de *covenants*, a “Dívida Líquida/EBITDA” (C1) e “EBITDA/Resultado Financeiro” (C2), são medidas correlacionadas negativamente, na medida em que o Resultado Financeiro é consequência direta da Dívida Líquida.

Por essas características esse estudo se restringiu a observar os casos das empresas com *covenants* definidos pela “Dívida Líquida/EBITDA” e “EBITDA/Resultado Financeiro” concomitantemente.

Excluimos os casos em que o contrato contempla um número maior de tipos de *covenants*. Nesses casos, para extrair uma medida de rigidez seria preciso explorar a relação entre as *covenants* para formar uma única medida que expresse essa relação o que obrigaria invariavelmente assumirmos hipóteses muito fortes.

Roberts (2007) foi o primeiro na academia a deparar-se com esse problema. Seu procedimento foi segmentar a amostra para empresas com conjuntos idênticos de *covenants*. Esse procedimento é razoável para uma amostra 10,000 companhias do mercado norte-americano.

Desta forma todas as análises a seguir serão sempre comparando os dados retirados dos demonstrativos financeiros das companhias que possuem as *covenants* “Dívida Líquida/EBITDA” e “EBITDA/Resultado Financeiro” somente. Desta forma restringimos a amostra para 21 companhias.

Como mencionado acima C1 e C2 tem implicação direta logo é suficiente apenas C1 como variável dependente. É pouco provável que as empresas, *ex ante*, seriam diferenciadas por estimativas bastante diversas de taxas de juros efetivas sobre a dívida líquida. Observe:

$$C_1 = \text{Dívida Líquida} / \text{EBITDA}$$

$$C_2 = \text{EBITDA} / \text{Resultado Financeiro} = \text{EBITDA} / [\text{Dívida Líquida} * \text{Taxa de Juros Efetiva}]$$

$$C_2 = C_1 * (1 / \text{Taxa de Juros Efetiva})$$

Abaixo, a Tabela X lista todas as 21 companhias da amostra com seus respectivos valores das *covenants* Dívida líquida / EBITDA (C1) e EBITDA / Resultado Financeiro (C2), além dos três indicadores oriundos dos Demonstrativos Financeiros.

No Apêndice, ao final do trabalho, segue a base de dado completa utilizada na pesquisa incluindo as companhias, seu setor, *covenants*, dados financeiros e estatísticas descritivas da amostra.

**Tabela X - Empresas da amostra, Covenants e indicadores financeiros.**

Código	Companhia	ACAP/ATT	RAO/ATT	GIRO	C1	C2
ABNB11	ABnote	52,7%	99,2%	2,2	2,5	2,0
VILA17	Aço Villares	42,7%	99,9%	1,9	2,5	2,0
ALLG16	ALL América	37,0%	12,1%	0,3	3,2	1,8
BRML11	BR Malls	53,4%	1,6%	0,2	3,3	1,8
ENPP13	Brasiliiana de Energia	55,3%	19,2%	0,5	2,3	2,5
CELP13	Celpe	34,9%	51,0%	0,9	3,0	2,0
CEMA13	Cemar	46,3%	41,3%	0,9	2,5	1,5
COEL16	Coelba	46,8%	52,1%	1,2	3,0	2,0
CRGN14	Cosern	31,1%	47,8%	0,8	3,0	2,0
DRFT13	CPFL	40,1%	54,6%	1,0	3,8	2,3
CPFP11	CPFL Paulista	37,9%	106,6%	1,9	3,0	2,3
CTBC11	CTBC	62,6%	79,8%	2,4	2,3	1,8
GEPA11	Duke Energy	84,8%	15,2%	1,4	3,2	2,0
ENGI11	Energisa	44,7%	34,9%	0,7	3,0	2,1
IGTA11	Iguatemi Shopping Centers	45,8%	8,1%	0,2	2,8	1,8
ITPB12	Itapebi Energia	75,7%	18,8%	1,3	3,0	2,0
PLIM16	Net Cabo	38,0%	55,5%	1,0	2,5	1,5
PALF13	Paulista	38,6%	77,5%	1,4	3,0	2,3
PRVI11	Providência	45,8%	38,6%	0,8	3,0	2,7
STTZ14	Santher Textil	55,5%	97,3%	2,3	1,9	2,5
USIM14	Usiminas	44,7%	47,4%	1,0	3,8	2,8



### VII.I. O teste de H1

Para testar nossa primeira hipótese estamos buscando identificar qual a relevância do Giro dos Ativos que não são de Capacidade – representada por R3 – no valor de C1 (e C2 conseqüentemente). Como controles para melhor explicitar a relação entre C1 e R3 utilizamos como controles: R1, uma *dummy* para o setor econômico da companhia (igualando a 1 se pertencer ao setor Elétrico e a zero caso contrário) e outra para o tipo de garantia oferecida (igualando a 1 se for quirografária e a zero caso contrário).

Através do método dos MQO iremos expressar estas relações para as 21 companhias selecionadas. A tabela XI abaixo esquematiza os procedimentos e nossa expectativa para o resultado para a variável de interesse.

**Tabela XI**  
**Estrutura do Teste H1 e expectativas de resultados.**

Variável dependente (y)	Variável de interesse (x)	Controles (x)
C <sub>1</sub>	R3	Intercepto, R1, D <sub>elétrico</sub> , D <sub>quirografaria</sub>
É esperado que níveis menores de C1 sejam explicados uma alta liquidez dos ativos não <i>tradables</i> indicado por R3.	Esperamos observar coeficiente negativo de R3 evidenciando uma relação positiva com C1.	

A tabela XII que segue mostra os resultados obtidos. Ela foi construída a partir de cinco simulações. A cada etapa uma nova variável de controle era acrescentada sendo a última coluna a versão completa da regressão desenhada acima.

TABELA XII

## H1: Regressão para Dívida Líquida / EBITDA

Coeficiente	Especificação				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercepto	3,13	3,24	3,29	3,27	3,10
	0,40	0,19	0,38	0,40	0,42
R1	-0,53	.	-0,12	-0,15	-0,28
erro-padrão	0,80	(.)	0,77	0,79	0,80
p-valor	0,52	-	0,87	0,85	0,73
R3	.	-0,32	-0,31	-0,30	-0,27
erro-padrão	(.)	0,14	0,15	0,16	0,16
p-valor	-	0,04	0,06	0,07	0,10
D <sub>elétrica</sub>	.	.	.	0,05	0,17
erro-padrão	(.)	(.)	(.)	0,20	0,23
p-valor	-	-	-	0,80	0,46
D <sub>quirografia</sub>	.	.	.	.	0,25
erro-padrão	(.)	(.)	(.)	(.)	0,22
p-valor	-	-	-	-	0,29
Observações	21	21	21	21	21
R <sup>2</sup>	0,02	0,20	0,20	0,21	0,26

Ao nível de significância de 10% podemos rejeitar a hipótese nula de H1 pois em todas as quatro simulações os P-Valores de R3 são menores que 10% . Isso significa que R3 (ROL/(ATT-ACP)) possui efeito explicativo sobre o grau de rigidez da *covenant* Dívida Líquida/EBITDA.

Evidência mais forte desta conclusão - uma vez que com poucos dados amostrais o P-valor pode ser uma medida distorcida – é o fato do sinal do coeficiente de R3 ser negativo indicando que um maior Giro dos Ativos *tradables* no balanço da companhia faria que o valor de C1 fosse menor,ou seja, mais rígida seria a *covenant* no caso de Dívida Líquida/EBITDA.

## VII.II. O teste de H2

**O teste de H2** – A segunda hipótese que buscamos testar é de que companhias em setores mais estáveis – resultados operacionais futuros com maior previsibilidade – tenderiam a possuir *covenants* mais suaves. O que esperamos aqui é, por exemplo, ver que os emissores do setor elétrico possuam *covenants* menos rígidas do que os do setor açúcar e álcool.

A forma como testaremos a hipótese nula **H2** será idêntica ao que fizemos em **H1** porém nossa variável de interesse é a *dummy* do setor elétrico. Além disso, adicionaremos R2 como controle uma vez que na análise inter-setorial o tamanho de uma companhia influencia a percepção de risco daquele setor. A tabela XIII abaixo esquematiza os procedimentos e nossa expectativa para o resultado para da variável de interesse.

**TABELA XIII**  
**Estrutura do Teste H1 e expectativas de resultados.**

Variável dependente (y)	Variável de interesse (x)	Controles (x)
<b>C<sub>1</sub></b>	D <sub>eletrico</sub>	Intercepto, R1, R2, D <sub>quiriografaria</sub>
É esperado que níveis maiores de C1 ocorram pelo fato de uma companhia a pertencer a um setor mais estável, na amostra o Elétrico tem esse papel.	Esperamos observar coeficiente positivo de D <sub>eletrico</sub> evidenciando uma relação positiva com C1.	

A tabela XIV que segue mostra os resultados obtidos. Ela foi construída a partir de quatro simulações. A cada etapa uma nova variável de controle era acrescentada sendo a última coluna a versão completa da regressão desenhada acima.

TABELA XIV

## H2: Regressão para Dívida líquida / EBITDA

Coeficiente	Especificação				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercepto	2,83	2,77	2,59	2,89	3,42
	0,16	0,15	0,23	0,43	0,50
D <sub>elétrica</sub>	0,08	.	0,22	0,32	0,25
erro-padrão	0,21	(.)	0,23	0,23	0,22
p-valor	0,69	-	0,36	0,18	0,28
D <sub>quirografia</sub>	.	0,21	0,30	0,24	0,16
erro-padrão	(.)	0,20	0,23	0,23	0,22
p-valor	-	0,32	0,20	0,31	0,48
R1	.	.	.	-0,67	-0,99
erro-padrão	(.)	(.)	(.)	0,80	0,78
p-valor	-	-	-	0,41	0,22
R2	.	.	.	.	-0,57
erro-padrão	(.)	(.)	(.)	(.)	0,32
p-valor	-	-	-	-	0,09
Observações	21	21	21	21	21
R <sup>2</sup>	0,01	0,05	0,09	0,13	0,28

Em “(5)”, *ceteris paribus*, existe um efeito marginal de 0,25 sobre o valor de C1 caso a companhia pertença ao setor Elétrico. Além disso, o comportamento do coeficiente nas demais três simulações ajuda, também, a reforçar a segunda predição empírica de Gârleanu e Zwiebel.

Para o coeficiente da variável de interesse encontramos nas 4 simulações P-valores sempre acima de 20% o que indica um baixo grau explicativo entre a *Dummy* em questão e C1. Todavia, o fato de estarmos trabalhando com poucos dados cria distorções na medida de P-valor.

Por esta razão ele não pode ser o único guia para indicar aceitação ou rejeição da hipótese nula H2, devemos combiná-lo com a análise do sinal do coeficiente que como mostrado corrobora H2 (diferente de zero).

### O que temos até aqui:

Para a primeira predição de Gârleanu e Zwiebel através do teste H1 conseguimos uma indicação clara conforme a relação proposta. Mesmo com P-valores chegando a 10% na regressão “5” isso é pouco relevante pelo fato de trabalharmos com poucos dados em já os

sinais dos coeficientes observados na variável de interesse R3 são coerente em todas as simulações feitas.

Para a segunda predição feita por H2 encontramos os sinais dos coeficiente da *Dummy* do setor elétrico de acordo com o esperado. Única ressalva é de que os P-valores são muito elevados, mas como possuímos uma amostra de apenas 21 empresas ele é um critério fraco na inferência de H2.

Assim até aqui, os resultados obtidos fornecem uma primeira confirmação da coerência e relevância da questão levantada por Gârleanu e Zwiebel (2007), acerca da rigidez das *covenants*.

## VIII. Interpretações Alternativas

O mandato desta monografia era testar, para o mercado nacional, as hipóteses H1 e H2 levantadas por Gârleanu e Ziwebel (2007). Mesmo trabalhando com apenas 21 dados conseguimos perceber a relevância e a necessidade de continuar este estudo na medida em que o mercado brasileiro de debêntures for crescendo.

No decorrer da pesquisa fomos melhor compreendendo a estrutura, os participantes e a dinâmica do mercado das debêntures no Brasil.

Assim, esta seção IX é um espaço dedicado a sugerir duas interpretações alternativas do equilíbrio observado baseadas em peculiaridades percebidas no Brasil e mostrar que mesmo com a omissão destas variáveis o viés causado não invalidaria os resultados obtidos.

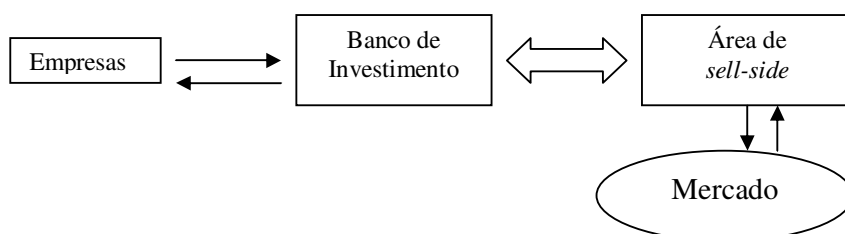
### O jogo de barganha

As *covenant* - Dívida Líquida/ EBITDA e EBITDA/Resultado financeiro – são cláusulas presentes nos contratos das debêntures e resultado de intensa negociação entre a companhia emissora, o banco coordenador da oferta e o mercado.

A companhia ao decidir se financiar pelo mercado de debênture avisa ao seu banco que ajuda em todo processo burocrático de emissão além de fornecer um *feedback* para a companhia sobre as condições de mercado.

Estas condições de mercado são percebidas através da área do banco de *sell-side* que estão em contato permanentemente com fundos de investimentos, fundos de pensão, clientes institucionais e grandes clientes pessoa física. Assim conseguem ganhar uma sensibilidade de como estes formadores de mercado reagiriam a uma emissão de debêntures de uma dada companhia. Veja o esquema abaixo:

**Fig. I**



Obs: As setas nos dois sentidos nas relações Empresas - BI e Sell Side

Tendo em vista esta estrutura de funcionamento do mercado e seu processo de emissão, na maioria das vezes que observamos a existência de uma debênture sabemos que ela só foi lançada após o resultado de um enorme processo (descrito acima) de barganha e garantias muito prováveis de sucesso<sup>5</sup> no lançamento. Assim quando olhamos para a *covenant* estamos somente observando pontos de equilíbrio.

Esta situação faz com que a análise desenvolvida até aqui possa ser estendida melhor calibrando o modelo de MOQ. O ideal é conseguir encontrar elementos que afetem a decisão de uma companhia na emissão da debênture, mas não afete<sup>6</sup> a decisão do banqueiro em dificultá-la – via rígidos *covenant*.

No processo de barganha no Brasil as companhias acabam por terem mais peso na negociação pois os bancos de investimento estão permanentemente competindo entre si para serem escolhidos como prestadores de serviços pelas companhias. Isto faz com que eles aceitassem *covenants* menos rígidas ao invés de perderem um cliente. Outro fator é de que não se chegando a um acordo o banco poderia aceitar qualquer *covenant* proposta pela companhia e em contrapartida não comprometer-se em atuar como formador de mercado recomprando a debênture caso não tenha sucesso em sua oferta inicial.

A omissão da variável “poder de barganha” das partes envolvidas poderia estar, então, superestimando o valor dos coeficientes das variáveis de interesse. Isso, porem, não prejudica nossos resultados, pois no Brasil quando a debênture é emitida a companhia deve anunciar se o banco coordenador garantirá a recomprar na oferta inicial caso necessite. Esta sinalização para o mercado é tranquilizadora, pois o banqueiro estaria atuando como um segurador. As companhias ao anteciparem isso abrem mão parcial do seu poder de barganha em troca de ter sua emissão assegurada.

### **A finalidade da captação**

Baseado nas conversas realizadas, durante esta pesquisa, com participantes do mercado pode-se observar um consenso de que um dos principais elementos determinante das *covenants* são a finalidade da debênture emitida. Por exemplo: companhias que captam com

---

<sup>5</sup> Algumas companhias podem ter mais sucesso que outras. Entre 2005 e 2009 há 2 casos de debêntures que foram devolvidas à companhia

<sup>6</sup> A busca pela variável instrumental é longe de ser trivial. Uma possibilidade seria tentar descobrir quais das companhias que possuem debêntures no mercado estão passando por uma briga societária que poderia afetar a operação da companhia. Isso é difícil de ser observado pelo banqueiro e afeta a decisão da companhia.

finalidade de capital de giro não devem possuir *covenants* mais rígidas do que as que captam para fazer aquisições ou expansão e capacidade.

Razão para isso é de que companhias que crescem via aquisições em um primeiro momento podem apresentar VPL negativo mas com a consolidação da companhia essa tendência inverte-se. Não faz sentido exigir para esta debênture “Divida Líquida/EBITDA” baixo. Assim o procedimento que vem sendo adotado pelos bancos é o de construir *covenants* para cada fase dos projetos – no caso de uma captação com finalidade de captação para expansão.

A omissão de uma variável que descrevesse a finalidade da emissão penalizaria muito os resultados se todas as empresas do universo pesquisado fossem idênticas quanto à sua potencial relação conflituosa entre debenturistas e acionistas controladoras. Como esse não é o caso do mercado brasileiro a finalidade da emissão é uma variável de segunda ordem. Ou seja, como as companhias são diferente na forma de se relacionarem com debenturistas os credores antes de concederem um empréstimo estão mais preocupados com quem são os gestores da companhia do que o destino que recursos emprestados irão tomar. A análise desenvolvida aqui expressa “quem são os gestores” através do grau de liquidez dos *tradables* que em níveis elevados induziria à um desvio de comportamento dos controladores em detrimento do debenturista.

Essa abordagem pode estar superestimando suavemente o valor dos coeficientes das variáveis de interesses mas não a ponto de invalidar os resultados encontrados pois “finalidade” é de segunda ordem.



## IX. Conclusão

O valor desta monografia está em fazer um levantamento das *covenants* financeiras do mercado brasileiro de debêntures precificadas pelo SND. Nenhum artigo até o presente momento fez o minucioso trabalho de analisar detalhadamente das principais debêntures e seus respectivos *covenants* no Brasil.

A teoria de finanças está sempre questionando em que medida financiamento e investimento estão relacionados. Porém é muito menos evidente como estes dois fatores se relacionam. Pode ser vistos nas *covenants* e no entendimento de seu perfil um primeiro passo nesta direção.

Nessa linha foi escolhido dar continuidade ao trabalho de Gârlenu e Zwiebel (2007) testando suas predições empíricas, para o mercado de debêntures no Brasil.

Para isso a primeira etapa consistiu no levantamento das informações sobre as *covenants* das companhias no SND que entre o período de 2005 a abril de 2009 lançaram debêntures no mercado público de balcão. Em um segundo momento com as informações necessárias realizamos a análise estatística.

Ao final da primeira etapa cinco características sobre o mercado Brasileiro ficaram evidentes:

- (i) No período em questão houve apenas 213 emissões sendo 137 ligadas ao setor financeiro. Além disso o mercado sai de uma média de emissões de R\$10 bi (1995-2004) para R\$50 bi (2005-2008). Estes dois são sinais claros de que nosso mercado público de debêntures corporativos é pequeno, porém desde a implantação do Plano Real e da política de metas de inflação (Arminio Fraga 2002) pelo BC o país atingiu um novo patamar em estabilidade macroeconômica. Isso vem incentivando cada vez mais companhias a buscarem nas debêntures um veículo de financiamento e por parte dos investidores um melhor canal de diversificação de risco.
- (ii) Apesar do tamanho, o mercado Brasileiro de debêntures é fortemente conservador e “luxuoso”. Predominam debêntures lançadas com *rating* máximo e com diversas cláusulas que protegem o investidor. Das 21 companhias da amostra apenas uma possui *rating* abaixo da zona superior. Além disso todas as companhias que fizeram emissões no período em questão possuem grau elevado de governança. É positivo para o investidor saber que existem mecanismo que o

protegem e podem ser facilmente ativados via agente fiduciário. Porém o mercado com tantas restrições acaba por dificultar a entrada de companhias menores. Todos esses fatores combinados sugerem que existe um viés na amostra selecionada no mercado brasileiro.

- (iii) Apesar do que foi comentado no item (i) acerca da estabilidade macroeconômica ainda se observa uma grande concentração de debêntures com duração menor que 5 anos.
- (iv) Alternativos investimentos como de títulos de dívida do governo e, hoje das cadernetas de poupança, são bastante competitivas em relação a aplicação em debêntures. A popularização e facilidade no acesso aos títulos do tesouro nacional através da internet, também integram o time dos concorrentes. Todas essas condições ajudam a explicar as altas taxas de retorno oferecidas pelos títulos corporativos.
- (v) Uma variável que explica movimentos de curto prazo no aquecimento do mercado nacional de debêntures são períodos de deterioração nos mercados externos onde grande parte das companhias brasileiras se capitalizam.

A Segunda etapa que consistia nos testes **H1** e **H2**. Para H1 observamos que R3 tem poder explicativo sobre C1. Em H2 conseguimos observar um efeito marginal positivo sobre C1 caso a companhia pertença ao setor Elétrico.

Os resultados, aqui, servem menos como respostas e mais como motivação de para os próximos que se aventurarem a estudar o nascente mercado de debêntures no Brasil.

**Bibliografia**

Altman, Edward I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance* **23**, 589–609.

Carey, Mark, e Mark Hrycray (1999). Credit flow, risk, and the role of private debt in capital structure, *Working paper, Federal Reserve Board*.

Dichev, Ilia D., e Douglas J. Skinner (2002). Large sample evidence on the debt covenant hypothesis, *Journal of Accounting Research* **40**, 1091–1123.

Garleanu, Nicolae, e Jeffrey Zwiebel (2007). Design and renegotiation of debt covenants, *Review of Financial Studies*.

Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* **76**, 323–329.

Jensen, Michael C. e William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure, *Journal of Financial Economics* **3**, 305–360.

Kahan, Marcel e Bruce Tuckman (1993). Do bondholders lose from junk bond covenant changes? *Journal of Business* **66**, 499–516.

Modigliani, Franco, e Merton Miller (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review* **48**, 261–297.

Roberts, Michael, e Amir Sufi (2007). How Does Financing Impact Investments? The Role of Debt Covenants, *American Finance Association Chicago Meeting - Working paper*.

Roberts, Michael, e Amir Sufi (2007). Control rights and capital structure: An empirical investigation, *Working paper, University of Pennsylvania*.

Roberts, Michael, e Amir Sufi (2008). Renegotiation of financial contracts: Evidence from private credit agreements, *Working paper*, University of Pennsylvania.

Spier, K. (1992). Incomplete Contracts and Signalling. *Rand Journal of Economics* **23**(3), 432{443.

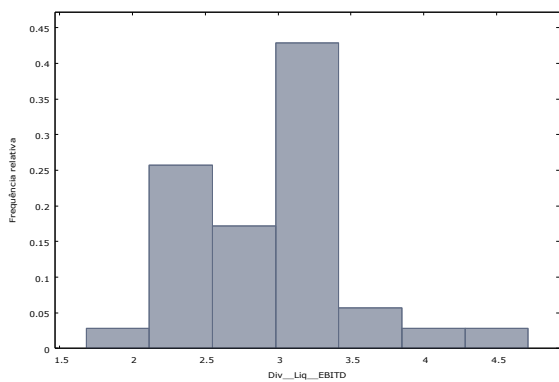
Smith, C. W. (1993). A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations. *Accounting Review* **68**(2), 289{303.

Lerner, J. and U. Malmendier (2003). Contractibility and Contract Design in Strategic Alliances. Stanford University.

Malitz, I. (1986). On Financial Contracting: The Determinants of Bond Covenants. *Financial Management*, **18**.

## APÊNDICE I: Gretl - Análise descritivas das 3 principais *covenants*:

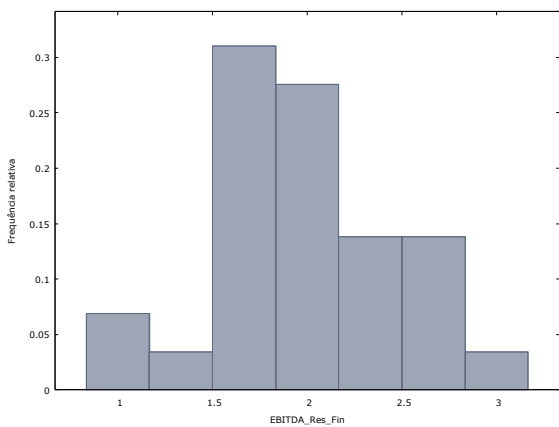
### C1: Dívida líquida/EBITDA



n = 35

Média	2,94
Mediana	3,00
Mínimo	1,90
Máximo	4,50
Desvio padrão	0,52

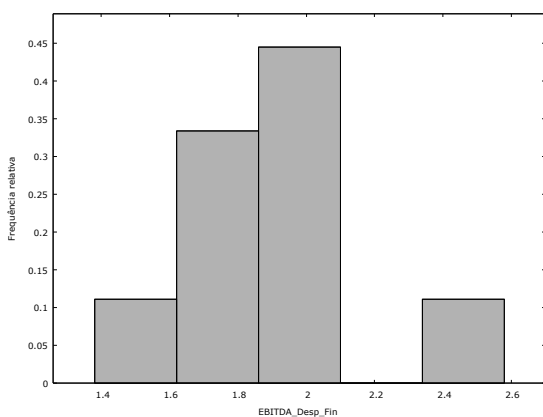
### C2: EBITDA/ Resultado Financeiro



n = 29

Média	1,9562
Mediana	2
Mínimo	1
Máximo	3
Desvio padrão	0,48367

### C3: EBITDA / Despesa Financeira



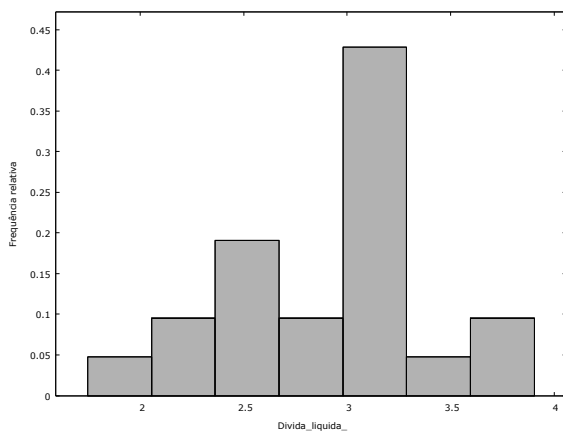
n = 9

Média	1,92
Mediana	2,00
Mínimo	1,50
Máximo	2,46
Desvio padrão	0,26

## APÊNDICE II: Gretl - Análise descritivas das companhias que possuem as *covenants*

Divida líquida/EBITDA e EBITDA/ Resultado Financeiro , somente.

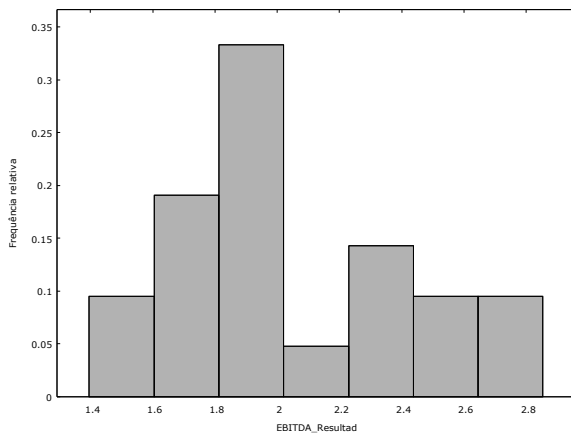
### Divida líquida/EBITDA



n = 21

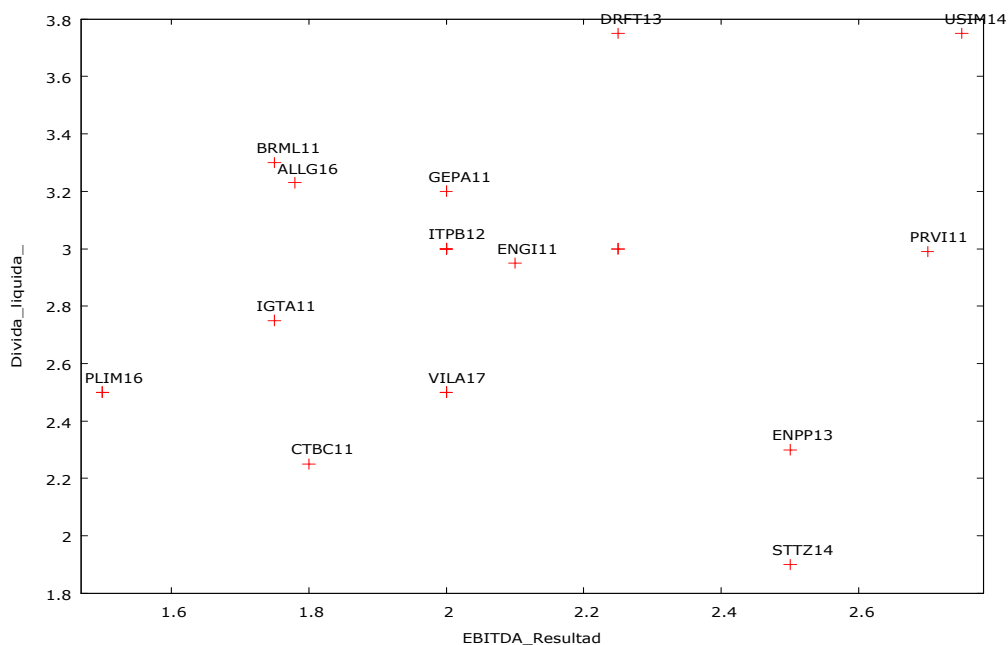
Média	2,87
Mediana	3,00
Mínimo	1,90
Máximo	3,75
Desvio padrão	0,46

### EBITDA/ Resultado Financeiro



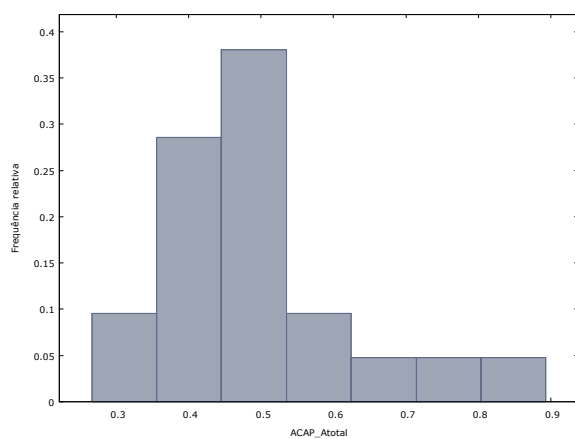
n = 21

Média	2,07
Mediana	2,00
Mínimo	1,50
Máximo	2,75
Desvio padrão	0,34



**APÊNDICE III: Gretl** - Análise descritivas de “ACP” das companhias que possuem as *covenants* Divida líquida/EBITDA e EBITDA/ Resultado Financeiro, somente.

### Ativos de capacidade / Ativo Total



n = 21

Média	0,48
Mediana	0,46
Mínimo	0,31
Máximo	0,85
Desvio padrão	0,13

## APÊNDICE IV – Base de dados consolidada

	Origem Setor Econômico Código Companhia Emissão	ECO Transporte CCRO12 CCR 1-mar-05	ECO Transporte RENT11 Localiza 1-abr-05	ECO Telefonia TSP22 Vivo Part 1-mai-05	ECO Quimica BRAS13 Braskem 1-jun-05	ECO Outros SBES18 Sabesp 1-jun-05	CVM E Elétrica EKTR22 Elektro 1-set-05	ECO Siderurgia VILA17 Villares 1-set-05	CVM E Elétrica CPFP11 CPFL P 1-jan-06
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>3.425</b>	<b>1.084</b>	<b>13.787</b>	<b>15.591</b>	<b>17.435</b>	<b>3.394</b>	<b>1.624</b>	<b>1.811</b>
<b>Disponível</b>		<b>338</b>	<b>71</b>	<b>1.022</b>	<b>2.136</b>	<b>280</b>	<b>479</b>	<b>365</b>	<b>66</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>510</b>	<b>149</b>	<b>5.044</b>	<b>4.764</b>	<b>3.018</b>	<b>1.678</b>	<b>558</b>	<b>1.059</b>
Ativo circulante ex- Disponível		265	111	3.606	3.682	1.445	987	342	763
Ativos realizáveis LP		245	38	1.438	1.082	1.572	691	215	296
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>2.569</b>	<b>865</b>	<b>6.171</b>	<b>8.625</b>	<b>14.137</b>	<b>1.229</b>	<b>693</b>	<b>686</b>
Imobilizado		2.306	864	5.993	5.964	14.116	1.217	675	685
Intangível		-	-	-	-	-	-	-	-
Diferido		262	0	177	2.660	21	12	18	1
<b>Investimentos</b>		<b>8</b>	<b>-</b>	<b>1.550</b>	<b>66</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>-</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>3.425</b>	<b>1.084</b>	<b>13.787</b>	<b>15.591</b>	<b>17.435</b>	<b>3.394</b>	<b>1.624</b>	<b>1.811</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>541</b>	<b>140</b>	<b>4.579</b>	<b>5.694</b>	<b>2.288</b>	<b>1.441</b>	<b>501</b>	<b>971</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>1.510</b>	<b>610</b>	<b>5.193</b>	<b>5.361</b>	<b>6.664</b>	<b>918</b>	<b>751</b>	<b>610</b>
Empréstimos e financiamentos CP		306	101	1.547	895	416	68	67	109
Debentures CP		-	16	-	9	343	38	4	28
Empréstimos e financiamentos LP		1.203	143	2.146	2.857	4.145	60	394	72
Debentures LP		-	350	1.500	1.599	1.760	752	285	400
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>1.374</b>	<b>334</b>	<b>4.015</b>	<b>4.536</b>	<b>8.483</b>	<b>1.035</b>	<b>372</b>	<b>231</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		2.104	880	10.255	17.043	5.356	3.380	2.193	2.891
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>1.954</b>	<b>855</b>	<b>7.473</b>	<b>13.075</b>	<b>4.953</b>	<b>2.201</b>	<b>1.726</b>	<b>2.091</b>
Resultado Bruto		996	286	4.116	2.713	2.563	814	540	659
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>522</b>	<b>162</b>	<b>33</b>	<b>1.445</b>	<b>1.313</b>	<b>649</b>	<b>311</b>	<b>343</b>
Receitas financeiras		184	68	713	(34)	115	410	11	123
Despesas Financeiras		(206)	(134)	(1.655)	(676)	(562)	(400)	(103)	(160)
Resultado da Equivalência Patrimonial		-	-	-	(110)	-	(0)	-	-



<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>	<b>500</b>	<b>97</b>	<b>(909)</b>	<b>626</b>	<b>866</b>	<b>658</b>	<b>220</b>	<b>306</b>
Depreciação e amortização	na	na	na	na	na	(105)	na	(52)
Resultado Operacional	777	132	(455)	774	1.243	653	296	479
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,75</b>	<b>0,80</b>	<b>0,45</b>	<b>0,55</b>	<b>0,81</b>	<b>0,36</b>	<b>0,43</b>	<b>0,38</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,51</b>	<b>0,67</b>	<b>0,42</b>	<b>0,80</b>	<b>0,25</b>	<b>0,53</b>	<b>1,00</b>	<b>1,07</b>
<b>GIRO</b>	<b>2,28</b>	<b>3,89</b>	<b>0,98</b>	<b>1,88</b>	<b>1,50</b>	<b>1,02</b>	<b>1,85</b>	<b>1,86</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,57</b>	<b>0,79</b>	<b>0,54</b>	<b>0,84</b>	<b>0,28</b>	<b>0,65</b>	<b>1,06</b>	<b>1,15</b>
<b>ICD</b>	<b>3,43</b>	<b>1,72</b>	<b>0,45</b>	<b>2,09</b>	<b>2,54</b>	<b>2,65</b>	<b>3,14</b>	<b>2,91</b>
Div. Liq./EBITDA	3,0	-	-	4,5	-	2,5	2,5	3,0
EBITDA/Res.Fin	-	-	-	-	-	3,0	2,0	2,3
EBITDA/Desp.Fin.	2,0	-	-	-	1,5	-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/PL	-	-	-	-	-	0,8	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	-	-	1,0	-	-	-
ICSD	-	-	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-	-
DLCP/DB	-	-	-	-	-	0,3	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-	-	-	-	-

Origem	ECO	CVM	ECO	ECO	CVM	CVM	ECO	ECO
Setor Econômico	Siderurgia	E Elétrica	Outros	Telefonia	E Elétrica	E Elétrica	Transporte	A&B
Código	CSNA14	BANE13	DASA11	BRAT15	ESCE11	ITPB12	ALLG16	AMBV11
Companhia	CSN	Band Energia	Dasa	Brasil Telecom	Escelsa	Energia Itapebi	ALL América	Ambev
Emissão	1-fev-06	1-mar-06	1-abr-06	1-jun-06	1-jun-06	1-jun-06	1-jul-06	1-jul-06
<i>R\$ milhões</i>								
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>25.028</b>	<b>2.315</b>	<b>1.019</b>	<b>15.998</b>	<b>2.013</b>	<b>708</b>	<b>8.886</b>	<b>35.645</b>
<b>Disponível</b>	<b>167</b>	<b>82</b>	<b>333</b>	<b>2.542</b>	<b>162</b>	<b>88</b>	<b>1.739</b>	<b>1.539</b>
<b>Ativos de giro</b>	<b>9.688</b>	<b>1.334</b>	<b>218</b>	<b>5.316</b>	<b>989</b>	<b>83</b>	<b>1.324</b>	<b>9.927</b>
Ativo circulante ex- Disponível	7.760	793	188	3.473	544	30	432	5.279
Ativos realizáveis LP	1.927	541	30	1.843	445	53	892	4.649
<b>Ativos de capacidade</b>	<b>14.216</b>	<b>898</b>	<b>347</b>	<b>7.837</b>	<b>857</b>	<b>536</b>	<b>3.286</b>	<b>6.153</b>
Imobilizado	13.948	837	276	6.535	797	513	2.840	5.724
Intangível	-	62	13	1.163	60	0	0	-
Diferido	267	-	58	138	-	23	446	429
<b>Investimentos</b>	<b>958</b>	<b>1</b>	<b>121</b>	<b>303</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>2.537</b>	<b>18.026</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>25.028</b>	<b>2.315</b>	<b>1.019</b>	<b>15.998</b>	<b>2.013</b>	<b>708</b>	<b>8.886</b>	<b>35.645</b>
<b>Passivo operacional</b>	<b>9.479</b>	<b>837</b>	<b>208</b>	<b>5.094</b>	<b>543</b>	<b>60</b>	<b>2.090</b>	<b>6.810</b>
<b>Passivo financeiro</b>	<b>9.425</b>	<b>713</b>	<b>342</b>	<b>5.375</b>	<b>696</b>	<b>425</b>	<b>4.355</b>	<b>9.567</b>
Empréstimos e financiamentos CP	995	176	59	1.064	380	27	232	2.039
Debentures CP	86	11	7	46	3	-	224	66
Empréstimos e financiamentos LP	7.349	275	73	2.686	49	189	2.325	5.397
Debentures LP	996	250	203	1.580	264	209	1.574	2.065
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>6.124</b>	<b>765</b>	<b>469</b>	<b>5.528</b>	<b>773</b>	<b>223</b>	<b>2.441</b>	<b>19.268</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	11.265	2.713	730	15.111	1.862	223	1.981	32.488
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>	<b>9.040</b>	<b>2.041</b>	<b>670</b>	<b>10.297</b>	<b>1.281</b>	<b>215</b>	<b>1.726</b>	<b>17.614</b>
Resultado Bruto	3.052	531	227	3.831	307	144	619	11.665
<b>Resultado da "operação"</b>	<b>2.155</b>	<b>282</b>	<b>27</b>	<b>1.071</b>	<b>204</b>	<b>125</b>	<b>412</b>	<b>3.883</b>
Receitas financeiras	(14)	133	52	583	84	24	315	168
Despesas Financeiras	(885)	(274)	(62)	(1.221)	(149)	(82)	(652)	(1.247)
Resultado da Equivalência Patrimonial	(88)	-	-	-	-	-	1	1
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>	<b>1.168</b>	<b>142</b>	<b>17</b>	<b>432</b>	<b>140</b>	<b>67</b>	<b>76</b>	<b>2.806</b>

Depreciação e amortização	na	na	na	na	na	(21)	na	na
Resultado Operacional	1.668	146	37	145	138	80	110	4.336
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,57</b>	<b>0,39</b>	<b>0,34</b>	<b>0,49</b>	<b>0,43</b>	<b>0,76</b>	<b>0,37</b>	<b>0,17</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,33</b>	<b>0,76</b>	<b>0,60</b>	<b>0,57</b>	<b>0,56</b>	<b>0,19</b>	<b>0,12</b>	<b>0,46</b>
<b>GIRO</b>	<b>0,84</b>	<b>1,44</b>	<b>1,00</b>	<b>1,26</b>	<b>1,11</b>	<b>1,25</b>	<b>0,31</b>	<b>0,60</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,36</b>	<b>0,88</b>	<b>0,66</b>	<b>0,64</b>	<b>0,64</b>	<b>0,30</b>	<b>0,19</b>	<b>0,49</b>
<b>ICD</b>	<b>2,42</b>	<b>1,52</b>	<b>1,26</b>	<b>1,35</b>	<b>1,94</b>	<b>1,81</b>	<b>1,11</b>	<b>3,25</b>
Div. Liq./EBITDA	-	-	2,5	-	-	3,0	3,2	-
EBITDA/Res.Fin	-	1,0	-	-	1,0	2,0	1,8	-
EBITDA/Desp.Fin.	-	-	2,0	1,9	-	-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	3,5	-	3,8	3,5	-	-	-
DL/PL	-	-	-	-	-	-	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	-	-	-	-	-	-
ICSD	-	-	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	0,7	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-	-
DLC/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-	-	-	-	-

	Origem	ECO	ECO	CVM	ECO	CVM	CVM	CVM	CVM
	Setor Econômico	E Elétrica	Transporte	Energia elétrica	Construção	Energia elétrica	Energia elétrica	Energia elétrica	Energia elétrica
	Código	AMPL14	TAMM11	CPEL14	INHA14	CELP13	ENGI11	ENPP13	CMGT21
	Companhia	Ampla	TAM	Copel	Gafisa	Celpe	Energisa	Brasileira de Energia	Cemig
	Emissão	1-ago-06	1-ago-06	1-set-06	1-set-06	20-set-06	1-out-06	31-out-06	1-nov-06
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>3.363</b>	<b>5.168</b>	<b>11.935</b>	<b>1.494</b>	<b>3.333</b>	<b>2.830</b>	<b>17.350</b>	<b>7.380</b>
<b>Disponível</b>		<b>113</b>	<b>2.453</b>	<b>1.504</b>	<b>266</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>1.561</b>	<b>688</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>1.410</b>	<b>1.923</b>	<b>3.349</b>	<b>1.217</b>	<b>2.072</b>	<b>1.430</b>	<b>6.141</b>	<b>864</b>
Ativo circulante ex- Disponível		626	1.410	1.510	1.093	1.155	486	3.754	618
Ativos realizáveis LP		784	513	1.839	124	917	944	2.387	246
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>1.390</b>	<b>792</b>	<b>6.776</b>	<b>8</b>	<b>1.162</b>	<b>1.265</b>	<b>9.597</b>	<b>4.891</b>
Imobilizado		1.388	792	6.712	8	1.105	1.249	6.873	4.891
Intangível		-	-	41	-	58	16	74	-
Diferido		2	1	23	-	-	0	2.650	-
<b>Investimentos</b>		<b>450</b>	<b>0</b>	<b>306</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>50</b>	<b>937</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>3.363</b>	<b>5.168</b>	<b>11.935</b>	<b>1.494</b>	<b>3.333</b>	<b>2.830</b>	<b>17.350</b>	<b>7.380</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>2.726</b>	<b>2.535</b>	<b>2.961</b>	<b>385</b>	<b>1.093</b>	<b>606</b>	<b>6.781</b>	<b>-</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>489</b>	<b>1.183</b>	<b>2.597</b>	<b>295</b>	<b>1.112</b>	<b>1.366</b>	<b>7.029</b>	<b>3.104</b>
Empréstimos e financiamentos CP		103	291	90	17	59	185	1.141	265
Debentures CP		-	61	838	11	90	35	-	12
Empréstimos e financiamentos LP		386	324	539	27	333	793	5.888	2.131
Debentures LP		-	508	1.129	240	630	354	-	695
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>148</b>	<b>1.449</b>	<b>6.376</b>	<b>814</b>	<b>1.128</b>	<b>858</b>	<b>3.539</b>	<b>2.951</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		2.337	7.700	7.421	744	3.030	1.624	5.284	2.913
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>1.691</b>	<b>7.345</b>	<b>5.385</b>	<b>664</b>	<b>2.022</b>	<b>1.127</b>	<b>3.902</b>	<b>2.374</b>
Resultado Bruto		632	2.614	2.423	198	588	445	2.383	1.188
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>126</b>	<b>601</b>	<b>1.009</b>	<b>54</b>	<b>350</b>	<b>202</b>	<b>240</b>	<b>1.163</b>
Receitas financeiras		90	254	729	53	192	64	766	230
Despesas Financeiras		(131)	(299)	(489)	(65)	(324)	(163)	(591)	(779)
Resultado da Equivalência Patrimonial		(39)	-	(6)	4	-	(24)	(17)	-
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>		<b>46</b>	<b>556</b>	<b>1.243</b>	<b>46</b>	<b>218</b>	<b>80</b>	<b>398</b>	<b>614</b>

Depreciação e amortização	na	na	(353)	na	(81)	(41)	na	(208)
Resultado Operacional	342	825	1.837	52	202	177	1.176	580
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,41</b>	<b>0,15</b>	<b>0,57</b>	<b>0,01</b>	<b>0,35</b>	<b>0,45</b>	<b>0,55</b>	<b>0,66</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,48</b>	<b>1,36</b>	<b>0,41</b>	<b>0,40</b>	<b>0,51</b>	<b>0,35</b>	<b>0,19</b>	<b>0,22</b>
<b>GIRO</b>	<b>0,86</b>	<b>1,68</b>	<b>1,04</b>	<b>0,45</b>	<b>0,93</b>	<b>0,72</b>	<b>0,50</b>	<b>0,95</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,50</b>	<b>1,42</b>	<b>0,45</b>	<b>0,44</b>	<b>0,61</b>	<b>0,40</b>	<b>0,22</b>	<b>0,32</b>
<b>ICD</b>	<b>1,65</b>	<b>2,86</b>	<b>3,55</b>	<b>1,64</b>	<b>1,67</b>	<b>1,63</b>	<b>1,70</b>	<b>1,79</b>
Div. Liq./EBITDA	2,9	-	4,0	-	3,0	3,0	2,3	-
EBITDA/Res.Fin	2,3	-	-	-	2,0	2,1	2,5	-
EBITDA/Desp.Fin.	-	-	2,0	-	-	-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/PL	-	-	-	0,8	-	-	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	-	-	-	-	-	-
ICSD	-	1,3	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	1,5	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-	-
DLCP/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	2,0	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-	-	-	-	-

	Origem	CVM?	ECO	CVM	ECO	CVM	ECO	CVM	ECO
	Setor Econômico	Transporte	Mineração	Energia elétrica	Outros	Construção	Têxtil	Energia elétrica	Comercio
	Código	ECOV21	CVRD27	PALF13	PLIM16	CANT11	VICN15	LSEL15	CBRD16
	Companhia	Ecovias	Vale	CPFL Paulista	Net	Andrade Gutierrez Part.	Vicunha Têxtil	Light	Pão de Açúcar
	Emissão	1-nov-06	20-nov-06	1-dez-06	1-dez-06	15-dez-06	20-dez-06	22-jan-07	1-mar-07
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>1.168</b>	<b>123.009</b>	<b>6.928</b>	<b>3.190</b>	<b>6.679</b>	<b>1.656</b>	<b>8.571</b>	<b>12.746</b>
<b>Disponível</b>		<b>96</b>	<b>9.778</b>	<b>329</b>	<b>506</b>	<b>869</b>	<b>86</b>	<b>447</b>	<b>1.064</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>33</b>	<b>24.082</b>	<b>3.435</b>	<b>903</b>	<b>2.221</b>	<b>648</b>	<b>4.771</b>	<b>5.999</b>
Ativo circulante ex- Disponível		24	17.392	2.014	302	1.294	601	2.415	3.945
Ativos realizáveis LP		9	6.690	1.421	601	927	48	2.356	2.054
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>1.038</b>	<b>87.293</b>	<b>2.675</b>	<b>1.213</b>	<b>3.388</b>	<b>899</b>	<b>3.340</b>	<b>5.572</b>
Imobilizado		1.038	77.611	2.647	1.069	3.252	853	3.131	4.820
Intangível		-	9.532	-	-	-	-	168	675
Diferido		-	150	28	144	136	46	41	77
<b>Investimentos</b>		<b>-</b>	<b>1.856</b>	<b>490</b>	<b>568</b>	<b>202</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>111</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>1.168</b>	<b>123.009</b>	<b>6.928</b>	<b>3.190</b>	<b>6.679</b>	<b>1.656</b>	<b>8.571</b>	<b>12.746</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>465</b>	<b>49.665</b>	<b>2.574</b>	<b>909</b>	<b>2.636</b>	<b>461</b>	<b>1.891</b>	<b>3.166</b>
Empréstimos e financiamentos CP		3	3.661	446	3	378	62	27	1.439
Debentures CP		7	-	54	6	58	1	65	28
Empréstimos e financiamentos LP		1	46.004	962	321	1.468	148	820	919
Debentures LP		454	-	1.111	580	731	250	979	780
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>428</b>	<b>39.099</b>	<b>1.456</b>	<b>1.240</b>	<b>729</b>	<b>557</b>	<b>2.523</b>	<b>5.012</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		450	46.746	8.366	2.468	1.777	1.547	7.855	17.643
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>433</b>	<b>45.291</b>	<b>5.973</b>	<b>1.936</b>	<b>1.287</b>	<b>1.261</b>	<b>4.755</b>	<b>14.903</b>
Resultado Bruto		247	24.535	1.713	845	441	212	1.261	4.178
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>150</b>	<b>15.375</b>	<b>991</b>	<b>198</b>	<b>127</b>	<b>(95)</b>	<b>1.289</b>	<b>451</b>
Receitas financeiras		58	864	381	50	75	52	278	344
Despesas Financeiras		(78)	(2.610)	(605)	(166)	(164)	(357)	(557)	(556)
Resultado da Equivalência Patrimonial		-	(199)	-	0	9	-	-	-



	Origem	CVM	CVM	ECO		ECO	ECO	ECO	CVM
	Setor Econômico	Energia elétrica	Energia elétrica	Construção		Shopping	Construção	Construção	Transporte
	Código	CEMA13	TRAC12	CPNY13		IGTA11	PDGE11	ROSI11	VOES21
	Companhia	Cemar	Tractebel	Company		Iguatemi Shopping	PDG Realty	Rossi	ViaOeste
	Emissão	1-mar-07	Energia	1-jun-07		Centers	1-jul-07	Residencial	1-jul-07
			15-mai-07			1-jun-07		1-jul-07	1-jul-07
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>1.884</b>	<b>6.598</b>	<b>740</b>		<b>1.338</b>	<b>2.563</b>	<b>2.224</b>	<b>1.053</b>
<b>Disponível</b>		<b>276</b>	<b>794</b>	<b>115</b>		<b>541</b>	<b>716</b>	<b>255</b>	<b>100</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>737</b>	<b>970</b>	<b>605</b>		<b>80</b>	<b>1.630</b>	<b>1.947</b>	<b>104</b>
Ativo circulante ex- Disponível		346	470	418	42		1.010	1.192	30
Ativos realizáveis LP		391	500	188		38	620	755	74
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>872</b>	<b>4.721</b>	<b>2</b>		<b>612</b>	<b>162</b>	<b>6</b>	<b>849</b>
Imobilizado		872	4.613	2		600	5	2	640
Intangível		-	75	-		-	148	4	-
Diferido		-	32	-		12	9	-	209
<b>Investimentos</b>		<b>0</b>	<b>113</b>	<b>18</b>		<b>104</b>	<b>55</b>	<b>16</b>	<b>-</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>1.884</b>	<b>6.598</b>	<b>740</b>		<b>1.338</b>	<b>2.563</b>	<b>2.224</b>	<b>1.053</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>784</b>	<b>1.813</b>	<b>242</b>		<b>265</b>	<b>491</b>	<b>481</b>	<b>705</b>
Empréstimos e financiamentos CP		31	121	43		8	146	99	1
Debentures CP		10	57	19		2	-	17	66
Empréstimos e financiamentos LP		476	971	71		55	78	65	2
Debentures LP		267	665	109		200	267	300	637
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>505</b>	<b>2.817</b>	<b>334</b>		<b>809</b>	<b>1.350</b>	<b>1.171</b>	<b>268</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		1.238	3.365	445		154	574	770	421
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>879</b>	<b>3.043</b>	<b>408</b>		<b>137</b>	<b>552</b>	<b>733</b>	<b>384</b>
Resultado Bruto		436	1.974	121		94	197	258	227
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>219</b>	<b>1.187</b>	<b>62</b>	<b>29</b>		<b>84</b>	<b>92</b>	<b>171</b>
Receitas financeiras		63	101	30		56	-	145	9
Despesas Financeiras		(102)	(235)	(37)		(32)	(36)	(107)	(103)
Resultado da Equivalência Patrimonial		-	(7)	-		(3)	24	-	-
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>		<b>180</b>	<b>1.046</b>	<b>55</b>		<b>50</b>	<b>71</b>	<b>131</b>	<b>77</b>



Depreciação e amortização	(59)	na	na		na	na	na	na
Resultado Operacional	282	1.487	61		94	110	172	86
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,46</b>	<b>0,72</b>	<b>0,00</b>	<b>0,46</b>		<b>0,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,81</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,41</b>	<b>0,43</b>	<b>0,50</b>	<b>0,08</b>		<b>0,19</b>	<b>0,28</b>	<b>0,27</b>
<b>GIRO</b>	<b>0,87</b>	<b>1,62</b>	<b>0,55</b>	<b>0,19</b>		<b>0,23</b>	<b>0,33</b>	<b>1,88</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,47</b>	<b>0,46</b>	<b>0,55</b>	<b>0,10</b>		<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,37</b>
<b>ICD</b>	<b>2,77</b>	<b>5,47</b>	<b>2,49</b>	<b>2,67</b>		<b>2,31</b>	<b>2,23</b>	<b>1,74</b>
Div. Liq./EBITDA	2,5	-	-	2,8		-	-	3,0
EBITDA/Res.Fin	1,5	-	-	1,8		-	1,5	-
EBITDA/Desp.Fin.	-	2,0	-	-		-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	2,5	-	-		-	-	-
DL/PL	-	-	-	-		-	0,7	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	-	-		-	1,5	-
ICSD	-	-	-	-		-	-	1,2
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-		-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-		-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-		-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-		-	-	-
DLC/DB	-	-	-	-		-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-		-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-		-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-		-	-	-

	Origem	CVM	ECO	ECO	CVM	ECO	CVM	CVM	CVM
	Sector Econômico	Telefonia	Construção	Shopping	Outros	Construção	Outros	Construção	Energia elétrica
	Código	CTBC11	HBOR11	BRML11	STTZ14	KSSA11	ZAIN11	JMCD11	DRFT13
	Companhia	CTBC	Helbor	BR Malls	Santher	Klabin Segall	Zain Part	J. Macêdo	CPFL
	Emissão	2-jul-07	2-jul-07	15-jul-07	1-ago-07	15-ago-07	15-ago-07	1-set-07	3-set-07
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>1.272</b>	<b>711</b>	<b>2.791</b>	<b>637</b>	<b>1.052</b>	<b>18.566</b>	<b>497</b>	<b>15.596</b>
<b>Disponível</b>		<b>67</b>	<b>242</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>150</b>	<b>3.478</b>	<b>44</b>	<b>1.106</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>409</b>	<b>422</b>	<b>750</b>	<b>240</b>	<b>732</b>	<b>7.287</b>	<b>340</b>	<b>5.525</b>
Ativo circulante ex- Disponível		233	346	650	169	524	4.281	265	2.970
Ativos realizáveis LP		175	77	100	71	209	3.006	75	2.555
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>795</b>	<b>1</b>	<b>1.491</b>	<b>353</b>	<b>68</b>	<b>6.825</b>	<b>112</b>	<b>6.259</b>
Imobilizado		741	1	1.482	351	1	5.664	112	6.196
Intangível		45	-	-	-	1	1.050	0	-
Diferido		10	-	9	2	65	111	0	63
<b>Investimentos</b>		<b>0</b>	<b>46</b>	<b>533</b>	<b>0</b>	<b>102</b>	<b>976</b>	<b>0</b>	<b>2.706</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>1.272</b>	<b>711</b>	<b>2.791</b>	<b>637</b>	<b>1.052</b>	<b>18.566</b>	<b>497</b>	<b>15.596</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>565</b>	<b>205</b>	<b>835</b>	<b>124</b>	<b>353</b>	<b>5.768</b>	<b>124</b>	<b>6.248</b>
Empréstimos e financiamentos CP		85	37	43	12	106	1.495	12	922
Debentures CP		15	-	17	5	7	-	19	226
Empréstimos e financiamentos LP		216	18	455	7	9	4.273	4	2.891
Debentures LP		250	150	320	100	231	-	89	2.208
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>219</b>	<b>346</b>	<b>1.769</b>	<b>117</b>	<b>393</b>	<b>541</b>	<b>200</b>	<b>4.955</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		1.512	256	223	847	256	-	1.260	14.207
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>1.160</b>	<b>239</b>	<b>207</b>	<b>647</b>	<b>245</b>	<b>-</b>	<b>1.045</b>	<b>9.410</b>
Resultado Bruto		440	75	159	230	90	-	319	3.871
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>155</b>	<b>4</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>(4)</b>	<b>30</b>	<b>2.158</b>
Receitas financeiras		16	13	58	20	26	-	7	380
Despesas Financeiras		(145)	(12)	(162)	(28)	(19)	(35)	(27)	(894)
Resultado da Equivalência Patrimonial		-	1	2	(0)	-	8	0	-
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>		<b>26</b>	<b>7</b>	<b>(70)</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>(30)</b>	<b>11</b>	<b>1.643</b>
Depreciação e amortização		na	na	na	na	na	-	na	(341)

Resultado Operacional	35	18	(59)	53	42	(30)	22	2.507
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,63</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,55</b>	<b>0,06</b>	<b>0,37</b>	<b>0,23</b>	<b>0,40</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,80</b>	<b>0,32</b>	<b>0,02</b>	<b>0,97</b>	<b>0,21</b>	<b>(0,00)</b>	<b>2,05</b>	<b>0,55</b>
<b>GIRO</b>	<b>2,44</b>	<b>0,34</b>	<b>0,16</b>	<b>2,28</b>	<b>0,25</b>	<b>-</b>	<b>2,72</b>	<b>1,01</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,91</b>	<b>0,34</b>	<b>0,07</b>	<b>1,02</b>	<b>0,23</b>	<b>-</b>	<b>2,10</b>	<b>0,60</b>
<b>ICD</b>	<b>1,18</b>	<b>1,44</b>	<b>0,56</b>	<b>2,11</b>	<b>2,45</b>	<b>(0,11)</b>	<b>1,39</b>	<b>2,84</b>
Div. Liq./EBITDA	2,3	-	3,3	1,9	-	-	2,8	3,8
EBITDA/Res.Fin	1,8	-	1,8	2,5	-	-	1,8	2,3
EBITDA/Desp.Fin.	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/PL	-	-	-	-	1,0	-	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	-	-	1,5	-	-	-
ICSD	-	-	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	1,5	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-	-
DLCP/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-	-	-	-	-

	Origem	CVM	CVM	ECO	CVM	CVM	ECO	ECO	ECO
	Sector Econômico	Energia elétrica	Construção	Química	Energia elétrica	Energia elétrica	Construção	Siderurgia	Telefonia
	Código	ELSP10	EVEC12	PRVI11	COEL16	CRGN14	CYRE12	USIM14	TELE18
	Companhia	Eletropaulo	Even Constr	Providência	Coelba	Cosern	Cyrela	Usiminas	Telemar
	Emissão	15-set-07	1-out-07	30-nov-07	1-dez-07	1-dez-07	5-jan-08	1-fev-08	15-abr-08
<i>R\$ milhões</i>									
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>12.153</b>	<b>1.106</b>	<b>941</b>	<b>4.489</b>	<b>1.302</b>	<b>7.558</b>	<b>27.580</b>	<b>41.065</b>
<b>Disponível</b>		<b>1.039</b>	<b>182</b>	<b>213</b>	<b>598</b>	<b>65</b>	<b>824</b>	<b>2.924</b>	<b>10.738</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>4.431</b>	<b>916</b>	<b>257</b>	<b>1.783</b>	<b>831</b>	<b>6.328</b>	<b>10.238</b>	<b>11.216</b>
Ativo circulante ex- Disponível		2.605	773	219	1.229	341	4.238	8.975	6.796
Ativos realizáveis LP		1.826	143	38	554	489	2.091	1.263	4.420
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>6.635</b>	<b>7</b>	<b>431</b>	<b>2.099</b>	<b>405</b>	<b>116</b>	<b>12.342</b>	<b>15.791</b>
Imobilizado		6.556	7	223	2.030	382	99	10.340	12.670
Intangível		68	-	-	69	23	17	2.002	2.758
Diferido		10	-	208	-	-	-	-	362
<b>Investimentos</b>		<b>48</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>289</b>	<b>2.076</b>	<b>3.320</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>12.153</b>	<b>1.106</b>	<b>941</b>	<b>4.489</b>	<b>1.302</b>	<b>7.558</b>	<b>27.580</b>	<b>41.065</b>
<b>Passivo operacional</b>		-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Passivo financeiro</b>		<b>1.887</b>	<b>203</b>	<b>411</b>	<b>1.726</b>	<b>661</b>	<b>2.068</b>	<b>6.691</b>	<b>20.542</b>
Empréstimos e financiamentos CP		33	24	6	235	37	155	1.059	3.949
Debentures CP		-	-	-	68	5	51	29	98
Empréstimos e financiamentos LP		804	178	254	849	443	865	4.503	14.303
Debentures LP		1.050	-	151	574	176	996	1.100	2.192
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>3.322</b>	<b>655</b>	<b>466</b>	<b>1.500</b>	<b>513</b>	<b>2.121</b>	<b>15.029</b>	<b>9.591</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		11.292	60	508	4.454	1.092	2.967	21.182	27.197
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>7.131</b>	<b>55</b>	<b>433</b>	<b>2.898</b>	<b>750</b>	<b>2.847</b>	<b>15.707</b>	<b>18.736</b>
Resultado Bruto		1.334	32	121	1.434	357	1.083	6.008	9.079
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>889</b>	<b>(34)</b>	<b>35</b>	<b>855</b>	<b>212</b>	<b>331</b>	<b>3.954</b>	<b>2.496</b>
Receitas financeiras		370	22	41	352	85	191	982	1.326
Despesas Financeiras		(546)	(19)	(70)	(559)	(128)	(202)	(2.170)	(2.710)
Resultado da Equivalência Patrimonial		-	61	-	-	-	(43)	458	42
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>		<b>713</b>	<b>29</b>	<b>5</b>	<b>647</b>	<b>169</b>	<b>278</b>	<b>3.224</b>	<b>1.154</b>

Depreciação e amortização	na	na	na	(185)	(36)	na	na	na
Resultado Operacional	1.158	28	(13)	862	216	442	4.248	1.907
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,55</b>	<b>0,01</b>	<b>0,46</b>	<b>0,47</b>	<b>0,31</b>	<b>0,02</b>	<b>0,45</b>	<b>0,38</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,54</b>	<b>(0,02)</b>	<b>0,39</b>	<b>0,52</b>	<b>0,48</b>	<b>0,36</b>	<b>0,47</b>	<b>0,39</b>
<b>GIRO</b>	<b>1,29</b>	<b>0,05</b>	<b>0,85</b>	<b>1,21</b>	<b>0,84</b>	<b>0,38</b>	<b>1,03</b>	<b>0,74</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>0,59</b>	<b>0,05</b>	<b>0,46</b>	<b>0,65</b>	<b>0,58</b>	<b>0,38</b>	<b>0,57</b>	<b>0,46</b>
<b>ICD</b>	<b>2,30</b>	<b>(0,65)</b>	<b>1,07</b>	<b>2,16</b>	<b>2,32</b>	<b>2,59</b>	<b>2,27</b>	<b>1,41</b>
Div. Liq./EBITDA	-	-	3,0	3,0	3,0	-	3,8	-
EBITDA/Res.Fin	-	-	2,7	2,0	2,0	1,5	2,8	-
EBITDA/Desp.Fin.	1,8	-	-	-	-	-	-	1,8
Divida Bruta/EBITDA	3,5	-	-	-	-	-	-	4,5
DL/PL	-	1,2	-	-	-	0,7	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	1,5	-	-	-	1,5	-	-
ICSD	-	-	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-	-
DLC/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	-	-	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	-	-	-	-	-	-	-

	Origem	ECO	CVM	CVM?	ECO	ECO	CVM	ECO
	Setor Econômico	Outros	Outros	Construção	Varejo	Petroleo e gás	Energia elétrica	Outros
	Código	ABNB11	UNID11	MRVE11	BTOW11	GASP12	GEPA11	AEPA11
	Companhia	ABnote	Unidas	MRV Eng	B2W	Comgás	Duke Energy	ANHANGUERA EDU PART
	Emissão	20-abr-08	1-jun-08	15-jun-08	10-jul-08	5-ago-08	15-set-08	S/A 3-mar-09
<i>R\$ milhões</i>								
<b>ATIVO TOTAL</b>		<b>661</b>	<b>1.301</b>	<b>2.682</b>	<b>2.454</b>	<b>4.013</b>	<b>3.355</b>	<b>1.478</b>
<b>Disponível</b>		<b>46</b>	<b>42</b>	<b>149</b>	<b>742</b>	<b>40</b>	<b>313</b>	<b>29</b>
<b>Ativos de giro</b>		<b>267</b>	<b>291</b>	<b>2.471</b>	<b>1.251</b>	<b>1.355</b>	<b>195</b>	<b>233</b>
Ativo circulante ex- Disponível		234	172	1.747	1.213	1.263	113	190
Ativos realizáveis LP		33	118	723	39	93	82	43
<b>Ativos de capacidade</b>		<b>348</b>	<b>968</b>	<b>63</b>	<b>461</b>	<b>2.617</b>	<b>2.847</b>	<b>1.216</b>
Imobilizado		228	959	50	77	2.323	2.808	331
Intangível		120	10	13	306	295	39	808
Diferido		-	-	-	78	-	-	77
<b>Investimentos</b>		<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>		<b>661</b>	<b>1.301</b>	<b>2.682</b>	<b>2.454</b>	<b>4.013</b>	<b>3.355</b>	<b>1.478</b>
<b>Passivo operacional</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Passivo financeiro</b>		<b>186</b>	<b>802</b>	<b>427</b>	<b>1.447</b>	<b>1.584</b>	<b>629</b>	<b>109</b>
Empréstimos e financiamentos CP		1	499	64	800	574	116	86
Debentures CP		5	73	4	26	6	14	-
Empréstimos e financiamentos LP		0	56	61	258	904	499	23
Debentures LP		180	175	298	363	100	-	-
<b>Patrimônio Líquido</b>		<b>336</b>	<b>456</b>	<b>1.552</b>	<b>223</b>	<b>1.137</b>	<b>2.142</b>	<b>978</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços		781	330	1.246	4.478	5.019	821	905
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>		<b>679</b>	<b>282</b>	<b>1.111</b>	<b>3.117</b>	<b>3.989</b>	<b>708</b>	<b>654</b>
Resultado Bruto		177	138	421	915	1.366	424	244
<b>Resultado da "operação"</b>		<b>71</b>	<b>69</b>	<b>190</b>	<b>229</b>	<b>636</b>	<b>302</b>	<b>(18)</b>
Receitas financeiras		5	266	59	189	41	46	40
Despesas Financeiras		(22)	(352)	(18)	(340)	(163)	(199)	(49)
Resultado da Equivalência Patrimonial		1	-	(0)	-	-	-	-
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>		<b>54</b>	<b>(17)</b>	<b>231</b>	<b>77</b>	<b>514</b>	<b>148</b>	<b>(27)</b>

Depreciação e amortização	na	na	na	na	na	(120)	na
Resultado Operacional	77	(25)	299	121	778	217	(21)
<b>ACAP/ATT</b>	<b>0,53</b>	<b>0,74</b>	<b>0,02</b>	<b>0,19</b>	<b>0,65</b>	<b>0,85</b>	<b>0,82</b>
<b>RAO/ATT</b>	<b>0,99</b>	<b>(0,05)</b>	<b>0,41</b>	<b>1,13</b>	<b>0,95</b>	<b>0,15</b>	<b>0,41</b>
<b>GIRO</b>	<b>2,17</b>	<b>0,85</b>	<b>0,42</b>	<b>1,56</b>	<b>2,86</b>	<b>1,39</b>	<b>2,50</b>
<b>ROL/Atotal</b>	<b>1,03</b>	<b>0,22</b>	<b>0,41</b>	<b>1,27</b>	<b>0,99</b>	<b>0,21</b>	<b>0,44</b>
<b>ICD</b>	<b>3,37</b>	<b>0,95</b>	<b>13,84</b>	<b>1,23</b>	<b>4,15</b>	<b>1,74</b>	<b>0,45</b>
Div. Liq./EBITDA	2,5	2,9	-	2,9	-	3,2	3,0
EBITDA/Res.Fin	2,0	-	-	-	-	2,0	-
EBITDA/Desp.Fin.	-	-	-	-	-	-	-
Divida Bruta/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-
DL/PL	-	1,5	0,7	-	-	-	-
At. Circulante/Pass.Circulante	-	-	1,6	-	-	-	-
ICSD	-	-	-	-	-	-	-
D.L. CP/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-
DB/P.L.	-	-	-	-	-	-	-
Divida bruta/divida bruta+PL	-	-	-	-	-	-	-
DFL/receber	-	-	-	-	-	-	-
DLCP/DB	-	-	-	-	-	-	-
Recebr/DB	-	-	-	-	-	-	-
DL/EBITDAadj	-	1,3	-	-	-	-	-
Frota/DL	-	1,5	-	-	-	-	-