

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ÉERICA FARIAS DA CRUZ**

**FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS  
EMPRESAS DO SETOR DE LOCAÇÃO VEÍCULOS LISTADAS NA B3**

**Cuiabá-MT  
2021**

**ÉRICA FARIAS DA CRUZ**

**FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS  
EMPRESAS DO SETOR DE LOCAÇÃO VEÍCULOS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
FACC – Faculdade de Administração e  
Ciências Contábeis, Departamento de Ciências  
Contábeis, como requisito parcial para  
aprovação na disciplina de Trabalho de  
Conclusão de Curso.

Orientadora: D<sup>a</sup> Mônica Campos da Silva

**Cuiabá-MT  
2021**

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Indicadores de Endividamento - Locação das Américas S/A.....	22
Tabela 2 – Indicadores de Endividamento - Localiza Rent a Car S/A .....	26
Tabela 3 – Indicadores de Endividamento - Movida Participações S/A.....	30
Tabela 4 – Indicadores de Endividamento - Unidas S/A .....	33
Tabela 5 – Indicadores de Endividamento - Maestro Locadora de Veículos S/A.....	37
Tabela 6 – Indicadores de Endividamento - Vamos Locação S/A.....	40

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Resumo dos Indicadores de Endividamento.....	19
Quadro 2 – Resumo dos Fatores Determinantes do Endividamento das Empresas do Setor de Locação de Veículos.....	43

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>12</b>
<b>2.1 Estrutura de capital .....</b>	<b>12</b>
<b>2.1.1 Teoria <i>Trade-off</i> .....</b>	<b>12</b>
<b>2.1.2 Teoria do <i>Pecking Order</i> .....</b>	<b>13</b>
<b>2.2 Determinantes de Estrutura de Capital .....</b>	<b>13</b>
<b>2.3 Indicadores de Endividamento .....</b>	<b>17</b>
<b>3. METODOLOGIA .....</b>	<b>20</b>
<b>3.1 Classificação da pesquisa .....</b>	<b>20</b>
<b>3.4 Procedimento de coleta e Análise dos dados .....</b>	<b>20</b>
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>22</b>
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>45</b>
<b>6. REFERÊNCIAS .....</b>	<b>48</b>

## RESUMO

O presente estudo investiga prováveis fatores determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos listadas na Brasil, Bolsa, Balcão- B3. Para tanto, definiram-se os seguintes objetivos específicos, calcular os indicadores (índices de endividamento) da estrutura de capital das empresas do setor de locação de veículos, verificar a evolução dos indicadores no período pesquisado, identificar nas notas explicativas os fatores explicativos das variações da estrutura de capital e por fim analisar os fatores determinantes do nível de endividamento evidenciado. A abordagem do tema justifica-se pelo o setor ser um dos que trabalham com níveis elevados em alavancagem, uma vez que, as empresas precisam de constante capital para a renovação de sua frota. A pesquisa é classificada como descritiva e documental, com análise quali-quantitativa. A coleta de dados foi realizada no site da B3, coletou-se dados econômico-financeiros e notas explicativas de cada empresa no período de 2016 a 2020. Com o levantamento de informações ao longo da pesquisa e da análise dessas, foi possível concluir que os fatores de endividamento determinantes para a estrutura de capital das empresas do setor de locação de veículos listadas na B3 foram, Tamanho da empresa, Rentabilidade, Tangibilidade dos ativos, Oportunidade de crescimento e Taxa de juros.

**Palavras-chave:** Determinantes de capital; Endividamento; Locação de veículos.

## **ABSTRACT**

The main objective of this study is to address the factors that determine the level of indebtedness of companies in the car rental sector. The general objective is to analyze the factors that determine the level of indebtedness of companies in the car rental sector listed on Brazil, Bolsa, Balcão-B3. For this purpose, the following specific objectives were defined, calculating the indicators (debt ratios) of the capital structure of companies in the car rental sector, verifying the evolution of indicators in the period studied, identifying the explanatory factors for the variations in the explanatory notes. capital structure and finally analyze the determining factors of the level of indebtedness shown. The approach to the theme is justified because the sector is one of those that work with high levels of leverage, since companies need constant capital to renew their fleet. The present study consists of a descriptive and documentary research, with results treated in a quali-quantitative way, based on data collection initially from secondary sources, and later from primary sources. With the survey of information throughout the research and the analysis of these, it was possible to conclude that the indebtedness factors determining the capital structure of companies in the car rental sector listed in B3 were Company size, Profitability, Tangibility of assets, Growth Opportunity and Interest Rate.

**Keywords:** Capital determinants; Indebtedness; Vehicle rental.

## 1. INTRODUÇÃO

Motivadas pela expansão de seus negócios as empresas buscam por investimento que melhor se adequam a sua atividade, objetivando maximizar seu valor e riqueza, para isso buscam por alternativas de financiamento que possam ser positivas para expansão de seu negócio. Para as empresas do setor de locação de veículos, essa lógica não é diferente, todavia requer análise à parte, dadas as especificidades que lhe são inerentes, principalmente em termos da tangibilidade dos seus ativos e do altos custos de seu financiamento. Nessa ótica, o presente estudo objetiva demonstrar os fatores determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos listadas na B3.

Desde os estudos clássicos de Modigliani e Miller (1958 e 1963) em que preconizavam a existência de prerrogativas tributárias para o endividamento, não necessariamente significa que as empresas devam buscar, a todo momento, elevar o nível de suas dívidas em suas estruturas de capital (MODIGLIANI E MILLER, 1963). Para os autores, algumas empresas carecem da flexibilização em sua estrutura, o que usualmente implica a manutenção por parte da companhia, de uma reserva substancial de poder de endividamento inexplorado (MODIGLIANI E MILLER, 1963).

No que tange o estudo da estrutura de capital, tem-se o conceito de duas teorias: a teórica da *Pecking Order Theory* – POT (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), pela qual toda empresa segue uma sequência hierárquica na formação de sua estrutura de capital, de início, a empresa daria preferência ao financiamento interno, caso necessite de financiamento externo, a sequência lógica seria a da emissão de debêntures e títulos conversíveis, antes de optar pela emissão de ações (Modigliani e Miller, 1963). Essa teoria sustenta que empresas mais lucrativas são naturalmente menos endividadas, já que elas podem financiar seus novos projetos sem ter que se endividar ou emitir ações. Já a Teoria *Trade-off* prescreve que as empresas buscam por uma estrutura ótima de capital, que é determinada pelo balanceamento dos efeitos dos impostos sobre as dívidas e dos custos de falência associados ao endividamento, segundo essa teoria, uma companhia eleva o seu endividamento até o ponto em que o benefício fiscal marginal sobre a dívida adicional for compensado pelo aumento do valor presente dos custos de dificuldades financeiras (MYERS, 1984). Em teste científicos no mercado financeiro Brasileiro levam a conclusão de que a chamada teoria *Pecking Order*, em sua forma semiforte, é a que melhor explica a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. Medeiros e Daher (2008), Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008), Albanez e Valle (2009), também discutiram a aderência da POT no mercado brasileiro.

Especificadamente sobre determinantes do nível de endividamento tais estudos

exploraram o tema, “Fatores Determinantes do Endividamento: um Estudo Empírico no Setor de Telecomunicações Brasileiro” onde estudou-se a estrutura de capital em empresa do setor de telecomunicações a luz das teorias *Trade-off* e *Pecking Order*. E “Fatores Determinantes Da Estrutura de Capital das maiores empresas que atuam No Brasil” estudo que buscou analisar a estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, investigando a relação entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria. Observou-se então uma lacuna empírica de estudos dessa natureza no setor de locação de veículos.

No Brasil o setor de locação de veículos é bastante pulverizado, com empresas locadoras de pequeno, médio e grande porte atuando no mercado, totalizando cerca de 10.812 empresas locadoras de veículos em 2020 (ABLA, 2020). As empresas atuam majoritariamente no segmento de *RAC (Rent a Car)*: locação de veículos diário, mensal e anual para pessoas físicas e jurídicas e *GTF (Gestão e terceirização de frotas)*: Gestão e locação de veículos através de contratos de longo prazo, na sua maioria acima de 12 meses e *Seminovos*: venda dos carros após a vida útil econômica.

Essas empresas são as responsáveis pelo crescimento do setor na economia e no mercado. Em 2019, o faturamento do setor foi de R\$ 21,8 bilhões, ano difícil para economia mundial, porém o setor fechou o ano positivo. Já em 2020 o faturamento teve uma redução de 19,26%, impacto esse causado pela instabilidade tanto econômica quanto política atrelado ao momento mundial de pandemia, fechando o ano com R\$ 17,6 bilhões.

Discutir sobre os fatores determinantes dos níveis de endividamento de empresas do setor de locação de veículos justifica-se pelo fato de o setor ser um dos que trabalham com os níveis elevados em alavancagem, uma vez que, as empresas precisam de constante capital para a renovação de sua frota, essa que por sua vez tem vida útil estimada em média de 3(três) anos antes de ser destinada a venda. O que somando-se a chegada dos aplicativos de transportes e os meios para facilitar a locomoção de pessoas a um preço acessível, além do fortalecimento da cultura de *user experience* que é a forma como os usuários interagem com o produto oferecido ou o serviço prestado, as companhias vêm ganhando mercado. Como corrobora o estudo *Global Automotive Consumer Study: Future of Automotive Technologies* realizado no Brasil em 2016, onde revelou que, dentre os brasileiros que utilizam serviços de veículos compartilhados para se locomover, 55% questionam a necessidade de ter seus próprios carros. Essa tendência é ainda mais evidente quando considerada apenas a opinião dos mais jovens, que pertencem às chamadas gerações Y e Z: 62% deles consideram dispensável possuir um veículo no futuro, (DELOITTE, 2020). Assim, a pesquisa sobre os fatores determinantes dos níveis de endividamento de empresas do setor de locação de veículos é de interesse das companhias do

setor, uma vez que, pode influenciar as escolhas e tomadas de decisões na estruturação do capital dessas, portanto, entender o comportamento e dinâmica de financiamento e dívidas das empresas analisadas diante das incertezas atuais de mercado pode contribuir tanto para os *stakeholders*, quanto para as empresas do setor, uma vez que, essas podem tomar como referência as empresas já consolidadas no mercado e seguir seus exemplos de estratégias de endividamento.

Sabe-se que alguns fatores podem ser considerados, como determinantes para a composição da estrutura de capital das empresas, tais como o Tamanho da Empresa – Antoniou, Guney e Paudyal (2008), Rentabilidade - Frank e Goyal (2003), Risco - Harris e Raviv(1991), Tangibilidade de Ativos - Valle e Silva (2008), Oportunidade de Crescimento – Gomes e Leal, (2001) e ainda a Taxa de Juros - Klotzle e Biagini (2004) que se considerando o período de estudo do presente trabalho, é o período de maior baixa histórica da taxa de juros básica da economia brasileira, a Taxa Selic (Banco Central do Brasil, 2020). O cenário de baixa dos juros no período de 2016-2020, em 2016 a taxa de juros era de 14,25% a.a e em 2020 a taxa de juros chegou 2,00% a.a., evidenciando uma variação de -50,87 pontos percentuais. Diante de influências macroeconomicas e da própria estrutura patrimonial das empresas nota-se a importância de discussão sobre os fatores que podem interferir no nível de endividamento da empresa. Assim, essa pesquisa apresenta a seguinte questão de pesquisa: Quais são os fatores determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos listadas na Brasil, Bolsa, Balcão- B3? Como objetivo geral busca-se identificar quais são os fatores determinantes do nível de endividamento evidenciado pelas empresas no setor de locação de veículos listados na B3 no período de 2016 a 2020. Em específico tem-se os seguintes objetivos: Calcular os indicadores de endividamento das empresas do setor de locação de veículos; Verificar a evolução dos indicadores no período pesquisado, Identificar nas notas explicativas os fatores explicativos das variações da estrutura de capital e Analisar os fatores determinantes do nível de endividamento evidenciado. A coleta de dados foi realizada no site da B3, foram coletados o Balanço Patrimonial, as Notas Explicativas e o Formulário de Referência de cada empresa no período de 2016 a 2020. Para compilação dos dados e calculos dos indicadores foi utilizado a planilha do Excel.

Os resultados dessa análise podem contribuir para os profissionais de contabilidade a medida que facilita a compreensão no que se refere a estrutura de capital de empresas do setor, e como essas empresas de financiam. Ao setor financeiro à medida que, as análises levam em consideração as especificidades do negócio e como esse organiza suas estratégias de financiamentos, e a academia com estudo quali-quantitativo buscando explicações em notas

explicativas dos determinantes da estrutura de capital das companhias do setor de locação listadas na B3.

Este trabalho apresentará nos próximos tópicos o referencial teórico, a metodologia aplicada ao estudo, a análise e os resultados encontrados para discussão e por fim as considerações finais.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Estrutura de capital**

De acordo com Marcon et al. (2007), o termo estrutura de capital diz respeito ao valor total de financiamento adquiridos, dentro dos subgrupos patrimônio líquido, débitos de curto prazo e débitos de longo prazo. Corroborando com essa premissa, Brito et al. (2007) afirmam que a estrutura de capital de uma empresa refere-se à forma com que elas utilizam seu capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos, sendo que os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de endividamento.

Um dos estudos precursores realizados acerca do tema estrutura de capital das companhias foi realizado por Durand (1952) citado por Corrêa (2011), sua corrente teórica foi denominada de Teoria Convencional, segundo essa abordagem o aumento do endividamento eleva o risco e conseqüentemente eleva o custo de capital e reduz o valor das empresas. Para Durant (1952) a dinâmica da estrutura de capital das companhias tem influência no seu valor, preconizando que deve haver uma utilização equilibrada entre capital próprio e capital de terceiros.

Como contraponto à Teoria Convencional apresentada por Durand (1952), Modigliani e Miller (1958) sugerem que o custo de capital da empresa não é afetado pelo seu nível de endividamento, nessa abordagem, todas as empresas pertencem à mesma categoria de risco, concluindo assim que o valor de mercado de uma empresa seria independente da sua estrutura de capital. Vale ressaltar que Modigliani e Miller (1958) consideravam para essa abordagem um contexto de mercados capitais perfeitos, conjecturando um ambiente em que há ausência de impostos, de escassez de custos de falência e de custos de transação e ainda inexistência de assimetria de informações entre gestores e investidores.

Essas duas abordagens foram importantes para o desenvolvimento dos estudos para conhecimento das influências da estrutura de capital das empresas, sobretudo para as teorias *Trade-off* e *Pecking Order*.

#### **2.1.1 Teoria *Trade-off***

A Teoria do *Trade-off* foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) e Miller (1977). Para Bastos e Nakamura (2009), a teoria é conduzida pela ideia de que deve haver um equilíbrio entre as fontes de financiamentos próprios e os de terceiro, uma vez que, a harmonia entre os capitais afeta o valor da empresa, ou seja, apregoam a possibilidade de se determinar uma

estrutura ótima de capital através da combinação de capital próprio e de capital de terceiros de forma a maximizar o valor da firma

Para Giglio (2009), a Teoria do *Trade-off* da estrutura de capital evidencia que o principal benefício da alavancagem financeira é tributário, pois, as despesas com juros são dedutíveis dos impostos a pagar, e por outro lado, minimiza os custos de endividamento, buscando dessa forma uma estrutura ótima de capital.

### **2.1.2 Teoria do *Pecking Order***

A teoria do *Pecking Order* foi proposta por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), e, de acordo com Correa, Basso e Nakamura (2013), sugere a existência de uma hierarquia no uso de fontes de recursos. David, Nakamura e Bastos (2009) defendem que o conceito da teoria as empresas decidam primeiro pelas fontes internas de capital, que são mais acessíveis e possui um menor custo de captação, e por último pelas externas, que são menos acessíveis e consequentemente mais caras.

Para Giglio (2009) a teoria *Pecking Order* contrapõe a *Trade-off*, defendendo que as empresas não conseguem alcançar um nível ótimo de endividamento em sua estrutura de capital, e que essa estrutura é organizada considerando uma hierarquia das fontes de financiamento. Quando esgotados os recursos internos de financiamentos que visem suprir seus investimentos, as empresas endividam-se para cobrir a necessidade por capital e optam pela emissão de ações como última opção para obtenção de recursos.

Nakamura *et al.* (2007) atribui essa preferência por utilização de recursos próprios, seguido de recursos de terceiros aos custos de transação, uma vez que recursos gerados internamente não possuem custos de transação, ressalta ainda a sinalização de mercado, no fato de que a emissão de novas dívidas tende a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa, enquanto a emissão de novas ações tende a sinalizar uma informação negativa.

## **2.2 Determinantes da estrutura de capital**

Nos próximos tópicos serão apresentados os determinantes considerados potenciais explicativos para a estrutura de capital das companhias, e ainda, como esses determinantes são interpretados a luz das teorias *Pecking Order* e *Trade-off*.

### **a - Tamanho da Empresa**

Para Antoniou, Guney e Paudyal (2008) as grandes empresas possuem mais acesso a informações, garantindo assim um menor nível de assimetria da informação, o que as oferece mais acessibilidade ao mercado e conseqüente acesso a captações de empréstimos e financiamentos a taxas mais atrativas.

Adicionalmente, essas companhias também já construíram reputação no mercado, atribuindo a elas assim maiores facilidades de negociação junto aos seus possíveis credores. (JONGHE; DIEPSTRATEN; SCHEPENS, 2015).

A teoria *Trade-off* prevê que as maiores empresas serão mais endividadas, por serem mais diversificadas que as pequenas empresas, sendo teoricamente menos suscetíveis a dificuldades financeiras, gerando dessa forma uma relação positiva com o endividamento (CERETTA, VIEIRA, FONSECA E TRINDADE, 2009). Essas são também empresas mais consolidadas em seus ramos, e já construíram assim uma reputação no mercado de dívida e conseqüentemente estão diante de baixos custos de agência.

Pela teoria Pecking Order há a previsão de uma relação negativa entre o endividamento e o tamanho da empresa. Devendo-se ao fato de as maiores empresas sofrerem menos com a seleção adversa, pois, normalmente são companhias consolidadas em seus segmentos já conhecidas por seus consumidores, ademais, por serem maiores, há mais facilidade no acesso a emissão de ações em havendo demanda para tal decisão (FRANK; GOYAL, 2007). Além disso, de acordo com essa teoria, é mais vantajoso a retenção de lucros para se financiar com recursos próprios, e em se tratando de empresas maiores, essas possuem maior capacidade de tal retenção.

## **b – Rentabilidade**

Para Frank e Goyal (2003) a rentabilidade das empresas é um determinante importante para o endividamento. As companhias mais rentáveis podem assegurar maior capacidade de pagamento de suas dívidas, o que as propicia maior capacidade de endividamento, e tais companhias optam pela dívida, uma vez que, há a prerrogativa do benéfico fiscal sobre a dívida.

Ademais, de acordo com Titman e Wessels (1988) o histórico de rentabilidade de uma companhia proporciona a ela maior retenção de lucro, dessa forma, a empresa pode se beneficiar do lucro retido demonstrando há possíveis credores sua capacidade de honrar com suas obrigações.

Na teoria *Trade-off*, é defendida a relação positiva entre rentabilidade e endividamento, evidencia que para empresas que possuem maiores níveis de rentabilidade, possuirão mais facilidades em conseguir financiamentos, e acabam optando por esse meio, uma vez que, essas

também se beneficiam da dedutibilidade dos juros (CERETTA, VIEIRA, FONSECA e TRINDADE, 2009).

Segundo a teoria do *Pecking Order*, há uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, que quanto a rentabilidade, preferem reter parte de seus lucros para financiar seus investimentos, a optar por fontes de terceiros ou a admissão de novos acionistas (DAVID, NAKAMURA E BASTOS 2009).

#### **c – Risco**

Segundo Harris e Raviv (1991) as teorias que também dissertam sobre a estrutura de capital, como a dos custos de falência e dos custos de agência apresentam o fator risco como um determinante para o endividamento das empresas, uma vez que, quanto maior a instabilidade que o negócio possa estar exposto, diante das variáveis de mercado, maior também será a probabilidade de a companhia não conseguir honrar com suas dívidas.

Sob a perspectiva da teoria de *Trade-off*, portanto, o endividamento deve estar negativamente relacionado ao risco, pois, as empresas teriam mais dificuldades em conseguir financiamentos partindo da premissa das incertezas que alguns negócios envolvem (MYERS, 2003).

Na teoria de *Pecking Order* também prevê uma relação negativa entre o risco e o endividamento, uma vez, seguindo os preceitos da teoria, as empresas expostas as incertezas do mercado, se planejam a criar reservas em momentos de flutuações positivas, para assim, não perderem oportunidades em momentos de flutuações negativas (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

#### **d- Tangibilidade dos ativos**

Sobre a tangibilidade, segundo Valle e Silva (2008), as companhias que têm disponibilidade de um maior volume de ativos fixos, tendem a usá-los como garantia nas operações de empréstimos e financiamentos com o objetivo de minimizar os custos com taxas de juros, dessa forma, ficam suscetíveis a níveis maiores de endividamento.

Pela teoria *Trade-off*, existe então uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o endividamento, uma vez que, os ativos considerados mais líquidos podem usados em garantia em contratos de financiamento, especialmente os de longo prazo, facilitando assim o acesso ao crédito por parte da empresa devedora, como também tende a diminuir os custos da tomada de créditos, e em contra partida, minimiza os riscos dos credores, pois, em caso do não

cumprimento de suas obrigações, o credor tem a garantia do ativo. (CERETTA, VIEIRA, FONSECA E TRINDADE, 2009).

Sob a perspectiva da *Pecking Order*, o grau de tangibilidade do ativo não influencia significativamente no endividamento da empresa, uma vez que, mesmo com alto grau, a entidade opta por não se expor a financiamentos arriscados, e colocar sua estrutura em risco, sem antes esgotar-se as possibilidades de financiamento interno (GIGLIO 2008).

#### **e- Oportunidade de Crescimento**

Sobre crescimento empresarial, é a busca diária de todas as empresas, independente do seu porte ou mercado de atuação. Segundo Gomes e Leal (2001) as empresas com níveis de crescimento maiores tenderiam a buscar fontes externas de financiamentos, uma vez que, demandam mais capital do que podem gerar para um efetivo desenvolvimento, demonstrando assim uma relação positiva com o endividamento. Dessa forma, corroborando com a teoria *Pecking Order* das fontes de financiamento. Pela óptica da teoria *Trade-Off* as empresas em crescimento necessitam da realização de investimentos constantemente, e o custo de falta de recurso é bastante alto, sendo essa uma das razões para as empresas com alta taxa de crescimento manterem um baixo nível de endividamento, deixando uma margem aberta caso apareça uma oportunidade, revelando dessa forma uma relação negativa com o endividamento. (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

#### **f- Taxa de Juros**

A taxa básica de juros da economia é a SELIC. É o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação (Banco Central do Brasil, 2021). A taxa SELIC influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras (Banco Central do Brasil, 2021). Sendo assim, há um impacto natural da flutuação da taxa no nível de endividamento das empresas.

Para Klotzle e Biagini (2004) a relação entre endividamento e a Selic é negativa, devido as empresas optarem pelo uso de dívidas quando as taxas de juros são menores, uma vez que o custo dos empréstimos e financiamentos são menores, as companhias fazem uso das dívidas em momentos de alta da Selic apenas diante da necessidade em momento adverso. A relação negativa foi observada no estudo realizado com as empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1998 a 2002, através de regressões de dados em painel.

Paralelo ao estudo anterior, Klotzle e Biagini (2004), que resultou em uma relação negativa com o endividamento, Ceretta et al. (2009), realizou a pesquisa com 45 empresas brasileiras pertencentes ao índice da Bolsa de Valores de São Paulo, entre o período de 1995 a 2007, no estudo também foi utilizada regressões de dados em painel. Os resultados mostraram uma relação positiva com o endividamento, que foi justificada pelos autores devido ao momento delicado financeiramente que as companhias atravessavam, ser justamente o mesmo período em que o Banco Central do Brasil decidiu por aumentar a taxa Selic, fazendo assim com que essas empresas não tivessem escolhas de financiamentos. Independentemente das pesquisas com resultados distintos, ambas as teorias, *Trade-off* e *Pecking Order*, esperam uma relação negativa entre a estrutura de capital e a taxa básica de juros.

### **2.3 Indicadores de Endividamento**

Os indicadores de endividamento retratam a posição relativa do capital próprio com relação ao capital de terceiros das companhias e indicam a relação de dependência da empresa com relação a capital de terceiros (Iudícibus, 2009). Para Matarazzo (2010), os indicadores de endividamento são importantes para a análise financeira, pois, apresentam onde as empresas captam seus recursos para financiamento do ativo. Neste trabalho, foram analisados somente os indicadores que compõem o grupo de indicadores de endividamento segundo o autor, sendo eles: Imobilização do Patrimônio Líquido, Participação de Capitais de Terceiros, Composição do Endividamento e Imobilização dos Recursos não Correntes.

#### **a - Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)**

Segundo Silva (1999), o índice IPL apresenta quanto do patrimônio líquido está investido no imobilizado da empresa.

$$IPL = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} \times 100}$$

Fonte: Silva (1999); Iudícibus (2009); Matarazzo (2010).

A interpretação do índice de IPL é no sentido de que “quanto menor, melhor”.

Segundo Perez Junior e Begalli (2015, p. 317) ‘a imobilização do patrimônio líquido indica quanto foi aplicado no Imobilizado para cada R\$ 1,00 de Patrimônio Líquido’.

#### **b- Participação de Capitais de Terceiros (PCT)**

O índice PCT explicita o percentual de investimento no patrimônio líquido, mostrando a relação da empresa com recursos que não são próprios (SILVA, 1999).

$$PCT = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}{\text{Patrimônio líquido} \times 100}$$

Fonte: Silva (1999); Iudícibus (2009); Matarazzo (2010).

A interpretação do índice de PCT, é no sentido de que “quanto menor, melhor”.

Para Iudícibus (2009) o índice PCT revela o endividamento total da empresa em relação aos seus recursos próprios, dessa forma, o índice busca relacionar as duas grandes fontes de recursos da empresa, sendo elas, capitais próprios e capitais de terceiro.

#### **c- Composição do Endividamento (CE)**

O índice CE identifica o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais (Matarazzo, 2010).

$$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo} \times 100}$$

Fonte: Silva (1999); Iudícibus (2009); Matarazzo (2010).

A interpretação do índice CE, é no sentido de que “quanto menor, melhor”. Pois, a composição do endividamento revela se o pagamento das dívidas do negócio vai consumir muito capital nos próximos meses, o que é uma situação de risco. De acordo com Perez Junior e Begalli (2015, p. 316) “esse índice indica a concentração do endividamento em curto prazo da companhia”.

#### **d- Imobilização dos recursos não correntes**

Segundo Matarazzo (2010, p. 94), o IRNC demonstra o “percentual de recursos não correntes aplicados no Ativo Permanente”.

$$\text{IRNC} = \frac{\text{Ativo não circulante}}{\text{Patrimônio líquido} + \text{Passivo não circulante} \times 100}$$

Fonte: Silva (1999); Iudícibus (2009); Matarazzo (2010).

A interpretação do índice é no sentido de que “quanto menor, melhor”. Para Matarazzo (2010) Os itens do imobilizado geralmente tem vida útil superior a 1 ano, dessa forma, é perfeitamente possível financiá-los com recursos de terceiros, adequando o prazo de financiamento a durabilidade do bem, fazendo assim, com que a empresa gere recursos suficientes para saldar suas dívidas e não precisar recorrer a passivos de curto prazo.

No quadro 1 abaixo, apresenta-se um resumo dos indicadores de endividamentos apresentados neste trabalho.

Quadro 1 – Resumo dos Indicadores de Endividamento

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA	INTERPRETAÇÃO
Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo. Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Quanto reais a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada R\$ 1,00 de P. Líquido.	Quanto menor, melhor.
Participação de Capital de terceiros	$\frac{\text{Ps. Circulante} + \text{Ex. a longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Qual o percentual de garantia das dívidas com recursos próprios.	Quanto menor, melhor.
Composição do Endividamento	$\frac{\text{P. Circulante}}{\text{Ps. Circulante} + \text{Ex. a longo prazo}} \times 100$	Qual o percentual de obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais.	Quanto menor, melhor.
Imobilização dos recursos não correntes	$\frac{\text{Ativo. não circulante}}{\text{P. Líquido} + \text{Ps. não circulante}} \times 100$	Qual o percentual dos recursos não correntes está aplicado no ativo não circulante.	Quanto menor, melhor.

Fonte: Adaptado de Silva (1999); Iudícibus (2009); Matarazzo (2010).

### **3. METODOLOGIA**

Nesse tópico é evidenciado a classificação da pesquisa bem como os procedimentos de coleta e análise dos dados

#### **3.1 – Classificação da pesquisa**

O presente estudo consiste em pesquisa aplicada de caráter descritivo que tem por objetivo descrever as características de certos fenômenos e estabelecer relações entre as variáveis, sem sua manipulação. Segundo Neuman (1997) a pesquisa descritiva tem como objetivo descrever atividades, mecanismos e relacionamentos existentes na realidade do fenômeno estudado, valendo-se de um conjunto de categorias ou tipos variados de classificações.

A pesquisa foi conduzida pela estratégia documental aliada a análises de conteúdo, a primeira tem por finalidade utilizar as fontes primárias de dados, que ainda não foram objeto de análise, para coleta de informações e evidências, conforme descrito por Gil (1999) utiliza-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico. A segunda, análise de conteúdo, visa obter por meio de processos a descrição do conteúdo analisado seja esse indicado de forma quantitativa ou não, permitindo interpretar as informações dispostas e expor visões diferentes do mesmo conteúdo. (BARDIN, 2011)

Nesse sentido, os resultados foram apresentados de forma qualitativa e quantitativa, a opção pela apresentação de uma pesquisa quali-quantitativa abrange a perspectiva dada ao problema de pesquisa que, em inúmeros casos, depende de uma abordagem diversificada para ser estudada de forma condizente. (GIL, 1999; RICHARDSON, 1999; CERVO; BERVIAN, 2002).

#### **3.2 – Procedimentos de coleta e Análise dos dados.**

A população da pesquisa é o setor de locação de veículos, escolhida por trabalhar com níveis de alavancagem maior que outros setores, e ainda, por ser um crescente ramo de negócio no país devido as novas modalidades de locomoção e necessidades da sociedade. Sendo assim, as empresas analisadas no trabalho foram: Locação das Américas S/A, Localiza Renta a Car S/A, Movida Participações S/A, Unidas S/A, Maestro S/A e Vamos Locação de veículos S/A. o grupo de empresas está listado na Bolsa, Balção, Brasil (B3), como setor de locação de veículos.

A coleta das informações foi realizada em fontes primárias e secundárias, incluindo sites da internet, a plataforma da B3 Brasil, Bolsa, Balção, afim de buscar os dados da empresa, artigos onde foi possível entender sobre as principais teorias de capital e demais trabalhos que

versam sobre o tema.

A planificação da pesquisa inclui, em primeiro lugar, o levantamento dos dados secundários, para posterior contato com as fontes primárias, a fim de promover a coleta de dados em campo. Os instrumentos de pesquisa foram aplicados de maneira planejada, com a separação inicial das demonstrações financeiras coletadas no site da B3 (Bolsa, Brasil, Balção). Foram separados inicialmente os balanços patrimoniais anuais de cada companhia, e convertidos em excel para posterior cálculo dos quatro indicadores utilizados no presente trabalho, sendo eles, Imobilização do Patrimônio Líquido, Participação do capital de terceiros, Composição do endividamento e Imobilização dos recursos não correntes. Após os cálculos, foram analisadas as notas explicativas e formulários de referência anuais de cada empresa, afim de buscar justificativas para as variações dos indicadores, analisando inicialmente a composição do endividamento macro de cada empresa, e ainda, como essas se financiam majoritariamente com o objetivo de compreender o nível de endividamento evidenciado em cada ano, e as justificativas para as variações mais notórias, paralelo a isso, foi observado também se as empresas buscam se proteger das flutuações de taxas de mercado e como elas se protegem. Posteriormente, foi utilizada a comparação dos indicadores a fim de buscar em notas explicativas o motivo dessa, utilizando cada indicador como busca de pesquisa, começando pelo indicador de Imobilização do Patrimônio líquido, se esse indicador se mostrasse substancialmente elevado em determinado ano, a pesquisa busca investigar o motivo específico em notas explicativas e formulários de referência que evidenciasse a mudança, dessa forma, a mesma estratégia foi adotada para os demais indicadores em todas as empresas.

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados a análise dos resultados. As análises foram conduzidas inicialmente com o cálculo e análise da performance dos indicadores de endividamento de cada empresa em cada ano, e posteriormente, justificada de acordo com as informações encontradas nas demonstrações financeiras de cada companhia. Ao final, foi realizado a análise relacionando a variação dos indicadores com os determinantes de estrutura de capital sugeridas por estudos egressos, sendo eles: tamanho da empresa, rentabilidade, risco, tangibilidade do ativo e taxa de juros. Esse cotejamento objetiva explicar os fatores determinantes do endividamento de cada empresa.

É importante destacar que as empresas do setor de locação de veículos, trabalham naturalmente com um IPL (imobilização do patrimônio líquido), maior que as empresas de outros setores, isso porque a maior parte dos veículos existentes fazem parte do seu imobilizado, sendo apenas uma parte alocada no ativo circulante na conta de “Carros para desativação para renovação da frota” após o término de sua vida útil-econômica sendo então destinada para a revenda em pontos próprios ou com seus parceiros.

##### a- Análise da Cia Locação das Américas

Conforme evidenciado na tabela 1, o índice de IPL (imobilização do patrimônio líquido) apresenta declínio aos longos dos anos, o indicador mede quanto do patrimônio líquido a empresa investe em seu imobilizado, a interpretação é no sentido de que “quanto menor, melhor”. O declínio do índice pode ser explicado pelo fato de que a empresa vem expandindo sua frota e em paralelo fortalece a rotação da mesma, com a estratégia de desmobilização, para isso a companhia conta com uma rede de vendas dos seus veículos após o término de sua vida útil-econômica, que pode variar entre 12 a 60 meses a depender do veículo.

**Tabela 1 – Indicadores de Endividamento - Locação das Américas S/A**

Índice	IPL	PCT	CE	IRNC
2016	314,20%	341,76%	29,10%	91,80%
2017	352,37%	395,50%	28,90%	96,60%
2018	232,31%	240,80%	31,80%	94,20%
2019	203,00%	183,00%	31,90%	90,40%
2020	231,94%	245,60%	34,50%	88,90%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não recorrentes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

Na evolução dos indicadores evidenciados, destaca-se de forma geral índices maiores para o ano de 2017. Conforme as demonstrações analisadas, a companhia renovou sua frota como parte de sua estratégia de expansão, grande parte financiada pela captação por meio da emissão de títulos de dívida. A Cia Locação das Américas ainda, incorporou a empresa Auto Ricci S.A gerando assim maiores indicadores de endividamento em comparação ao seu capital. O setor de locação de veículos é intensivo em capital, ou seja, precisa de capital disponível para a contínua renovação de sua frota, e o cenário macroeconômico era confortável, uma vez que a taxa básica de juros era de 14,25% em 2016 e no ano de 2020 fechou a 2,00%.

Enquanto a Selic se mantém em baixos patamares, há um impacto positivo no crescimento das operações das companhias do setor, proporcionando um menor custo de capital. Isso pode explicar o aumento gradual do índice CE (composição do endividamento) que mede o endividamento geral da empresa, mais especificamente a dívida de curto prazo, que pode ser relacionado também com os contratos de empréstimos e financiamentos, em que a empresa usa seus veículos como garantia. Nota-se que, ao longo dos anos, a companhia vem expandindo sua frota e gerando um conseqüente aumento em operações que optam por usar seus bens a fim de taxas mais atrativas de empréstimos.

Perceba-se uma acentuação dos índices com a passar dos anos, que conforme as demonstrações, deve-se a uma estratégia expansiva de negócios, aliado ao momento do setor no mercado. Com isso, fica evidente que o crescimento da empresa influenciou em seus níveis de endividamento. A partir de 2017 ano em que companhia busca incorporações com outras empresas, os índices se mostraram maiores. Em 2018, a companhia Cia das Américas incorporou também a companhia Unidas, passando assim a usar a marca, que atualmente é uma das líderes do mercado.

Ademais, tangibilidade dos ativos da empresa também influenciaram em seu endividamento. Conforme as análises, a empresa busca dar em garantia parte de seus ativos em operações de empréstimos e financiamentos. A variação da taxa de juros pode ter influenciado os índices também, uma vez que, conforme as taxas iam chegando a níveis mais baixos, maiores eram o índice de CE (composição do endividamento), que faz relação das dívidas de curto prazo com a dívida total da companhia. Nos anos de baixa da Selic a empresa optou por se financiar majoritariamente por meio de captação de dívidas, massivamente por debêntures de curto e médio prazo, se beneficiando assim da baixa dos juros, uma vez que, as debentures de curto prazo eram indexados a 100% do CDI + 1,20 a 3% a.a. conforme nota explicativa.

A fim de ilustrar os fatores determinantes da estrutura de capital da empresa tem-se como destaque que, em 2016 a companhia estava em estratégia de expansão, isso é um ponto a ser analisado, pois, naturalmente nesse ano a companhia precisou de financiamentos externos. Em 31 de dezembro de 2016, o endividamento bruto era de R\$833.303 milhões, sendo que deste valor, R\$125,3 milhões se referiam ao endividamento de curto prazo. A Companhia contratou operações de swap junto a instituições financeiras com o objetivo de reduzir sua exposição à taxa de juros variável. Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2016, cerca de 94% do endividamento atrelado à variação do CDI estava protegido por operações de swap, trocando a variação CDI por taxa pré-fixada, e/ou pela posição de Caixa, cuja remuneração também acompanha a variação do CDI. Na mesma data, veículos com o valor de R\$124.658 (R\$128.442 em 31 de dezembro de 2015) estão sujeitos a uma fiança registrável para garantir empréstimos bancários, financiamentos, debêntures e arrendamento mercantil em andamento.

A Locamerica em 2017 executou seu planejamento de expansão de sua frota, gerando acúmulo de um investimento em veículos de R\$859,9 milhões (Capex), totalizando cerca de 19.747 veículos, enquanto em 2016 os veículos adquiridos foram 9.122, um aumento de 116,5%. Em 19 de março de 2017, a Companhia de Locação das Américas (“Companhia” ou “Locamerica”) assinou “acordo de investimento” com os acionistas da Auto Ricci S.A. (“Auto Ricci”), com a finalidade de implementar os termos e condições para a combinação de negócios entre a Auto Ricci e a Companhia. Em 31 de dezembro de 2017, o endividamento bruto era de R\$1.462.776 bilhões, sendo que deste valor, R\$250.294 milhões se referiam ao endividamento de curto prazo. Os Diretores informam que para os exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2017, 2016 e 2015, bem como para o período de 9 meses encerrados em 30 de setembro de 2018, dentre os contratos de financiamento, destacam-se principalmente instrumentos de debêntures. Em 11 de dezembro de 2017 foi integralizada a 2ª emissão de notas promissórias pela Companhia no montante de R\$118 milhões. Os recursos líquidos obtidos pela Emissora com a Oferta nos termos de Instrução CVM nº 476 serão utilizados no curso normal dos negócios da Emissora, para usos corporativos gerais e reforço de caixa da Emissora. Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia possuía veículos com o valor de R\$78.445 milhões (R\$124.658 em 31 de dezembro de 2016) sujeitos a fiança registrável para garantir empréstimos bancários, financiamentos e arrendamento mercantil em andamento. O Grupo possuía veículos com o valor de R\$107.932 milhões sujeitos a fiança registrável para garantir empréstimos bancários.

Em 31 de dezembro de 2018, o endividamento bruto era de R\$ 3.924.347 bilhões, sendo que deste valor, R\$330.193 milhões se referiam ao endividamento de curto prazo. Incorporação

da totalidade das ações de emissão da Unidas S.A. (Unidas), conseqüentemente, demonstrações financeiras consolidadas. Introdução de novos produtos e serviços a Companhia passou a atuar no seguimento de aluguel de carros (*Rent a Car*), a partir da aquisição do controle acionário da Unidas S.A. e suas controladas, em 9 de março de 2018. O aumento da dívida bruta se deve à incorporação de saldo da dívida advinda da Unidas S.A., ao reperfilamento de dívidas do Grupo e ao pagamento de R\$398,0 milhões aos ex-acionistas da Unidas S.A. no processo de fusão Locamerica-Unidas, e ao fato de captação de novas dívidas como fonte de financiamento para o crescimento da frota. Em 05 de setembro de 2018 foi anunciado através de Comunicado ao Mercado que, após vários estudos, foi decidido que, a partir desta data, a Companhia passaria a utilizar o Nome Fantasia e a marca “Unidas” em substituição à marca “Locamerica”. Em 31 de dezembro de 2018, a Companhia possui veículos com o valor de R\$ 37.211 milhões (R\$78.445 em 31 de dezembro de 2017) sujeitos a fiança registrável para garantir empréstimos bancários, financiamentos e arrendamento mercantil em andamento

A dívida bruta em 31 de dezembro de 2019 totalizou R\$4.695,2 MM, 19,6% superior a dívida bruta de R\$3.924,3 MM em 31 de dezembro de 2018. Do valor total bruto, R\$ 142.216 milhões eram dívidas de curto prazo. O aumento da dívida bruta se deve ao fato de que captamos novas dívidas como fonte de financiamento para o crescimento da frota. Destaca-se que embora as operações de leasing possuam um custo médio superior às demais dívidas, a Companhia é beneficiada por créditos sobre PIS e COFINS ao contratar estas operações, visto que os veículos serão utilizados nas atividades da Companhia.

A dívida bruta em 31 de dezembro de 2020 totalizou R\$7.154.380 bilhões desses 765.518 milhões eram dívidas de curto prazo. O prazo médio do endividamento era de 41,52 meses (3,52 anos), sendo que 10,7% do endividamento bruto total (compreendido pelos saldos no circulante e não-circulante das contas de empréstimos, financiamentos e debêntures e Instrumentos financeiros derivativos) apresentava vencimento no curto prazo. No Consolidado, se o CDI (Certificado de depósito interbancário) aumentasse em torno de 0,95% e o IPCA reduzisse 1,01%, no final do ano, considerando que todas as demais variáveis fossem mantidas constantes, o lucro líquido do exercício apresentaria variação de R\$26.889 negativo (2019 – R\$3.119 negativo), principalmente, em decorrência de despesas de juros mais altas nos empréstimos de taxa variável, não protegidos por operações de swap. Outros componentes do patrimônio teriam variação de R\$9.833 (2019 - R\$548), principalmente, em decorrência de uma variação no valor justo dos ativos financeiros de taxa variável, classificados como ao valor justo por meio de outros resultados abrangentes.

### **b- Análise da Localiza Rent a Car S/A**

Na tabela 2 dos índices da companhia destaca-se de forma geral o ano de 2018. O IPL (imobilização do patrimônio líquido) pode ser explicado devido ao acréscimo de 36,7% no imobilizado o que corresponde ao aumento de 54.149 carros na frota em 2018. E em paralelo, pela redução da desativação de veículos para renovação da frota, o menor volume de desativação de carros no final do exercício de 2018 em relação a 2017, foi devido principalmente à aquisição da *Car Rental Systems*, que desativou os carros com idade superior a 12 meses no último trimestre de 2017.

**Tabela 2 - Indicadores de Endividamento - Localiza Rent a Car S/A**

<b>Índice</b>	<b>IPL</b>	<b>PCT</b>	<b>CE</b>	<b>IRNC</b>
2016	235,50%	237,60%	35,30%	92,80%
2017	298,20%	330,10%	26,00%	86,60%
2018	332,80%	352,20%	30,60%	96,70%
2019	273,50%	256,00%	25,30%	93,90%
2020	245,70%	237,70%	29,90%	92,10%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não correntes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

Na evolução dos indicadores dos anos analisados, outro índice que chamou atenção foi PCT (participação de capitais de terceiros) que busca ao percentual de capital externo que é utilizado pelas empresas para financiar sua geração de bens e/ou serviços e demais atividades. O PCT, foi o maior em comparação aos outros anos, isso porque conforme nota explicativa a empresa buscou por empréstimos estrangeiros. Em nota, a empresa divulgou que em 22 de maio de 2018, foi contratado um empréstimo no valor de US\$80 milhões para pagamento do principal a longo prazo. Outro ponto a ser destacado é o crescente IRNC (imobilização dos recursos não correntes), que visa descobrir quanto a empresa usa dos seus recursos permanentes para financiar todo o seu ativo fixo. Na interpretação do índice é desejável obter um resultado menor do que 100, pois isso indica que os recursos não correntes são mais do que suficientes para financiar o ativo fixo, se o resultado for maior do que 100, conclui-se que os recursos não correntes são insuficientes para financiar o ativo fixo. Como consequência, a empresa usa recursos correntes, isto é, que precisam ser liquidados em curto prazo, para financiar o ativo fixo. Foi em 2018 que a companhia apresentou o maior IRNC em comparação aos outros anos, isso devido ao aumento da conta fornecedores, empréstimos e amortizações de dívidas a curto prazo.

Diante dos indicadores expostos e análise das demonstrações, infere-se que alguns determinantes foram mais expressivos para o endividamento da companhia, tais como a rentabilidade, oportunidade de crescimento e taxa de juros. Conforme as demonstrações da empresa, foi adotado a estratégia de expansão ao longo dos anos analisados, com isso, aumentando sua participação de mercado e posterior rentabilidade e conseqüentemente facilitando o acesso a dívidas, das mais variadas, com parte expressiva pela emissão de debentures, mas também, por meio de financiamentos, empréstimos e arrendamentos. Ademais, foram usados contratos *hedge* com o objetivo de proteção das flutuações de taxas as quais os negócios estavam vinculados, fazendo assim com que a variação negativa - um aumento nas taxas - pudesse deixar os empréstimos e financiamentos a um custo maior ao esperado indicando que a taxa de juros pode influenciar seu endividamento.

Abaixo as informações relevantes com o objetivo de ilustrar os fatores de rentabilidade, oportunidade de crescimento e taxa de juros encontrados como determinantes para da estrutura de capital da empresa.

Em 31 de dezembro de 2016, a dívida líquida da Companhia somava R\$2.084,0 milhões. Deste total exclui-se o valor de R\$751,9 milhões, com custo pré-fixado a uma taxa média de 15,49% ao ano, referente às operações contratadas à taxa pré-fixada e os valores correspondentes à proteção realizada na contratação de operações de swap, trocando taxas indexadas ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário) por taxas pré-fixadas, de forma que a dívida líquida sujeita à variação do CDI monta em R\$1.332,1 milhões em 31 de dezembro de 2016. Em 31 de dezembro de 2016, a Companhia possuía uma operação vigente de swap com caráter exclusivo de proteção para o respectivo empréstimo contratado em moeda estrangeira, sendo a operação contratada junto a instituição financeira de grande porte. No mesmo ano, a Localiza Fleet possuía 14.723 carros de sua frota adquiridos por meio de arrendamento mercantil financeiro (15.946 em 31 de dezembro de 2015). Esses carros foram contabilizados como parte do seu ativo imobilizado e possuem taxa média de depreciação de 11,0% a.a. (11,9% a.a. em 31 de dezembro de 2015). Ainda em 2016, a Localiza e a Localiza Fleet celebraram com Hertz Corp. e algumas de suas subsidiárias um Contrato de Compra e Venda pelo qual a Localiza Fleet, após a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), assumiria as operações brasileiras da Hertz Corp. por meio da compra de 99,99% das quotas da Car Rental Systems e a Localiza compraria o 0,01% restante das quotas.

Em 2017 a dívida líquida em 31 de dezembro totalizou R\$ 3.864.737 milhões. 3.864.737. Deste total exclui-se o valor de R\$980.591, com custo pré-fixado a uma taxa média

de 11,08% ao ano, referente às operações contratadas à taxa pré-fixada e os valores correspondentes à proteção realizada na contratação de operações de swap, trocando taxas indexadas ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário) por taxas pré-fixadas. Assim, a dívida líquida sujeita à variação do CDI monta em R\$2.884.146 em 31 de dezembro de 2017. Ainda em 2017, a Localiza e a Localiza Fleet possuíam operações de arrendamento mercantil financeiro no montante de R\$318,0 milhões (R\$300,4 milhões em 31 de dezembro de 2016, R\$334,5 milhões em 31 de dezembro de 2015 e R\$301,6 milhões em 31 de dezembro de 2014). O aumento de 50,3% no imobilizado está relacionado ao aumento de 52.860 carros na frota em 2017, que resultou em um investimento líquido de R\$2.303,2 milhões. Nesse período, foram adicionados à frota 143.414 carros, sendo 135.252 carros comprados pela corporação e 8.162 carros advindos da aquisição da Car Rental Systems.

A dívida líquida em 31 de dezembro de 2018 totalizou R\$ 5.241,0 milhões. Deste total excluiu-se o valor de R\$1.769.021, com custo pré-fixado a uma taxa média de 9,05% ao ano, referente às operações contratadas à taxa pré-fixada e os valores correspondentes à proteção realizada na contratação de operações de swap, trocando taxas indexadas ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário) por taxas pré-fixadas. Assim, a dívida líquida sujeita à variação do CDI monta em R\$3.472.006 em 31 de dezembro de 2018. A Localiza Fleet possuía, em 31 de dezembro de 2018, operações de arrendamento mercantil financeiro no montante de R\$147.130 (R\$329.935 - Localiza e Localiza Fleet em 31 de dezembro de 2017), que se refere a contratos de leasing. A redução do saldo consolidado dos carros em desativação para renovação da frota deve-se ao menor volume de desativação de carros no final do exercício de 2018 em relação a 2017, principalmente devido à aquisição da Car Rental Systems, que desativou os carros com idade superior a 12 meses no último trimestre de 2017. Em 22 de maio de 2018, a Localiza contratou empréstimo no valor de US\$80 milhões, com vencimento do principal em 22 de maio de 2022 e 22 de maio de 2023. Simultaneamente, foi contratada operação de swap com o objetivo de eliminar o risco de exposição em moeda estrangeira, trocando Libor USD mais spread pela variação de 108,0% do CDI. O aumento de 36,7% no imobilizado está relacionado ao aumento de 54.149 carros na frota em 2018, que resultou em um investimento líquido de R\$2.471,4 milhões. A compra de carros novos no período deveu-se à necessidade de aumento da frota para acompanhar o crescimento de 39,7% no volume de diárias da divisão de Aluguel de Carros e de 19,5% da divisão de Gestão de Frotas em 2018 comparado ao mesmo período no ano anterior. O aumento de 65,4% na rubrica de fornecedores, passando de R\$1.331,7 milhões em 31 de dezembro de 2017 para R\$2.202,6 milhões em 31 de dezembro de 2018, refere-se basicamente ao aumento de 72,5% do saldo a pagar para montadoras devido à compra

de carros ao final de 2018 para atender ao aumento da demanda no período de férias escolares do final de dezembro até o carnaval.

Em 31 de dezembro de 2018, os saldos consolidados incluem valores contábeis líquidos de bens do ativo imobilizado adquiridos sob a forma de arrendamento financeiro no montante de R\$362.503 (R\$597.373 em 31 de dezembro de 2017).

No ano de 2019, a dívida líquida da Companhia somava R\$6.619.420. Deste total exclui-se o valor de R\$1.680.694, com custo pré-fixado a uma taxa média de 8,04% ao ano, referente às operações contratadas à taxa pré-fixada e os valores correspondentes à proteção realizada na contratação de operações de swap, trocando taxas indexadas ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário) por taxas pré-fixadas. Assim, a dívida líquida sujeita à variação do CDI monta em R\$4.938.726 em 31 de dezembro de 2019. A dívida líquida, por sua vez, é definida pela Companhia como sendo os endividamentos de curto e longo prazos, incluindo os saldos positivos ou negativos das operações de hedge para proteção das referidas dívidas, deduzidos do caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras. A Localiza e a Localiza Fleet possuíam, em 31 de dezembro de 2019 e 2018, operações de arrendamento financeiro no montante de R\$8,3 milhões e R\$147,1 milhões, respectivamente, referentes a contratos de leasing da Localiza Fleet.

No fechamento do exercício de 2020 a dívida líquida da Companhia somava R\$ 6.127.341. Conforme Fato Relevante de 22 de setembro de 2020, a Localiza e a Companhia De Locação Das Américas (“Unidas” e, em conjunto com a Localiza, “Companhias”) celebraram um Acordo de Incorporação de Ações por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições para a implementação da combinação dos negócios das Companhias, mediante a incorporação de ações da Unidas pela Localiza (“Incorporação de Ações” ou “Transação”). – Buscando reduzir os custos de suas captações de recursos e alongar os prazos de amortização, a Localiza e a Localiza Fleet contrataram empréstimos em moeda estrangeira. Para se proteger da variação cambial, a Companhia contrata operações de derivativos com finalidade de hedge. Em 31 de dezembro de 2020, a Localiza e suas subsidiárias não possuíam nenhum carro de suas frotas adquiridos por meio de arrendamento mercantil financeiro.

#### **c- Análise da Movida Participações S/A**

Na evolução dos indicadores evidenciados na tabela 3, destaca-se inicialmente o IPL (imobilização do patrimônio líquido) do ano de 2016, que se deu segundo as notas explicativas por conta da cisão parcial da empresa Movida GTF, aumentando assim a frota de veículos da companhia.

**Tabela 3 – Indicadores de Endividamento – Movida Participações S/A**

Índice	IPL	PCT	CE	IRNC
2016	308,20%	286,50%	72,40%	172,10%
2017	221,40%	211,80%	59,40%	119,00%
2018	226,40%	213,00%	46,50%	105,80%
2019	230,10%	214,80%	45,30%	105,80%
2020	259,60%	260,50%	39,90%	101,10%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não recorrentes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

Ainda em 2016, sobressai também o indicador da CE (composição do endividamento), explicada pela operação de cisão da companhia e ao alto investimento despendido no referido ano em ativos. Assim como confirma o PCT (participação no capital de terceiros) mais elevado para o ano, a companhia nesse exercício tinha uma relação de 25,9% de Capital Próprio para Capital de Terceiros 74,1%. Adicionalmente, o IRNC da companhia apresentou também o indicador elevado para ano de 2017, explicado pela aquisição da empresa "Fleet Services", que trabalham com carros de luxo, aumentando dessa forma o ativo fixo em relação ao seu capital próprio.

Infere-se então que a alguns determinantes podem ser relacionados com os indicadores de endividamento da companhia. Tais como tamanho da empresa e oportunidade de crescimento, uma vez que, a companhia tem acesso facilitado a empréstimos e financiamentos devido a sua parcela de mercado e consequente histórico financeiro. Ademais, a empresa buscou incorporações ao longo dos anos analisados, e expansão de seus negócios com o *IPO* (*initial public offering*) realizado no ano de 2017, o que a propiciou ainda mais notoriedade e robustez perante os possíveis credores.

Objetivando extrair das notas explicativas explicações informações para as determinantes do nível de endividamento da empresa têm-se as seguintes informações.

Em 31 de dezembro de 2016, o total do caixa e títulos mobiliários era R\$ 123,5 milhões. A dívida líquida da Companhia em dezembro de 2016 era R\$ 916,7 milhões, frente a um ativo imobilizado líquido de R\$ 2,2 bilhões. O endividamento de 2016 foi 16,0% maior que o de 2015, ligado aos investimentos que somaram R\$ 1,7 bilhão. A dívida da Companhia em sua maior parte foi destinada à aquisição de ativos, cuja idade média ao final de 2016 era de 11 meses e são extremamente líquidos. Em 2016 a relação entre o capital próprio (patrimônio líquido) e o capital de terceiros era de % Capital Próprio 25,9% a Capital de Terceiros 74,1%. A dívida bruta de curto prazo da Companhia era de R\$511,2 milhões em 31 de dezembro de

2016, R\$715,5 milhões em 31 de dezembro de 2015 e de R\$384,5 milhões em 31 de dezembro de 2014.

Em 31 de agosto de 2016, foi aprovada em AGE a cisão parcial da Movida GTF, com a absorção da parcela cindida pela JSL S.A., composta por certos ativos como veículos, máquinas, equipamentos, contas a receber e obrigações financeiras correlatas, cujo impacto é tratado como “atividades descontinuadas” nos resultados passados da companhia para melhor comparabilidade. Em empréstimos nacionais os financiamentos para investimentos em veículos e equipamentos (Finame) possuem taxas Pós-fixadas Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) mais 2,7% ao ano e taxas Pré-fixadas de juros médios de 6,0% ao ano, tendo como garantia o próprio veículo. Parte dos veículos da Companhia são adquiridos através de contratos de arrendamento mercantil financeiro, que totalizou ao final do exercício o valor total de R\$ 113.401 milhões

No exercício findo em 31 de dezembro de 2017, o total do caixa e títulos mobiliários era R\$783,6 milhões devido a captações realizadas durante 2017, como o *IPO* (initial public offering), as debêntures a mercado, que auxiliaram na otimização, no alongamento, na redução do custo e na melhora na estrutura de capitais da Companhia. A dívida líquida da Companhia em dezembro de 2017 era R\$1,1 bilhão, frente a um ativo imobilizado líquido de R\$2,8 bilhões. A dívida líquida de 2017 foi 17,5% maior que o de 2016, ligado aos investimentos que somaram R\$2,1 bilhões. A dívida da Companhia em sua maior parte foi destinada à aquisição de ativos, cuja idade média ao final de 2017 era de 12 meses e são extremamente líquidos. Em 07 de fevereiro de 2017, foi concedido o registro de oferta pública pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, tendo início a negociação das suas ações em bolsa no dia 08 de fevereiro de 2017 sob o *ticker* MOVI3 no segmento Novo Mercado de governança corporativa. Em 17 de agosto de 2017, foi anunciada a aquisição da empresa "Fleet Services", posteriormente denominada “Movida Premium” no segmento de locação corporativa de veículos premium, tais como Audi, BMW, Mini, Jaguar, Land Rover e Porsche, possuindo frota composta por 153 veículos de luxo, com alto valor agregado. Em função do seu ciclo operacional, que inclui a compra, locação e venda do ativo em média entre 12 e 15 meses do uso, e da ampla expansão de lojas e número de veículos da frota nos últimos 3 (três) anos, financiados com linhas de crédito de curto e médio prazo, a Movida apresentou capital circulante líquido negativo no consolidado de R\$ 931.862 em 31 de dezembro de 2016 reduzindo para R\$ 454.439 em 31 de dezembro de 2017.

Em 31 de dezembro de 2018, o total do caixa e títulos mobiliários era R\$812 milhões devido a captações realizadas durante 2018, como as debêntures a mercado, que auxiliaram na otimização e no alongamento e na redução do custo de captação. Adicionalmente, a companhia

em 2018 um movimento preventivo de aumento de capital, reforçando sua estrutura frente a um ano economicamente desafiador. A dívida líquida da Companhia em dezembro de 2018 era R\$1,5 bilhão, frente a um ativo imobilizado líquido de R\$3,6 bilhões. A dívida líquida de 2018 foi 34,9% maior que o de 2017, ligado aos investimentos que somaram R\$2,4 bilhões. A dívida da Companhia em sua maior parte foi destinada à aquisição de ativos. Em 12 de março de 2018, foi aprovada em assembleia geral extraordinária da Companhia, a incorporação da Movida Gestão e Terceirização de Frotas S.A., sem o correspondente aumento de seu capital social, tendo em vista que Companhia, empresa incorporadora, era detentora de 100% do capital social da incorporada, participação esta que foi extinta no processo de incorporação. A incorporação faz parte da estratégia de simplificação da estrutura societária da Companhia, para redução de custos de natureza operacional, administrativa e financeira. Como resultado desta incorporação, a Movida GTF foi extinta de pleno direito e a Controladora, Movida Participações S.A., tornou-se sua sucessora.

O mercado de venda de seminovos (que possuem tempo de uso de até três anos) foi o que apresentou maior crescimento até 2017. Em 2018 o mercado foi afetado principalmente pela greve dos caminhoneiros e pela incerteza política, que fizeram com que o volume retraísse, ficando abaixo do total de veículos novos vendidos pela primeira vez nos cinco anos analisados. A venda de veículos zero quilômetro teve uma retomada de volume em 2017 devido principalmente ao aumento de exportações, que também foi afetada em 2018 pelo cenário macroeconômico.

A companhia em 2019, detinha o total do caixa e títulos mobiliários era R\$1,0 bilhão devido às captações realizadas ao longo de 2019, como a debênture que foi emitida com prazo máximo de 8 anos e a conclusão da operação de *follow-on*. A dívida líquida da Companhia em dezembro de 2019 era R\$1,9 bilhão, frente a um ativo imobilizado líquido de R\$5,1 bilhões. A dívida líquida de 2019 foi 30,8% maior que o de 2018, ligada aos investimentos que somaram R\$3,6 bilhões. A dívida da Companhia em sua maior parte foi destinada à aquisição de ativos.

Em 2019 a Companhia captou R\$600,0 milhões de debêntures. Os Diretores da Companhia acreditam que eram suficientes para que a Companhia fizesse frente às suas necessidades de liquidez, investimentos e pagamentos de dívida de curto prazo junto ao mercado de capitais e instituições financeiras com prazos mais longos e custos mais atraentes. Os Diretores da Companhia esclarecem, por fim, que estas iniciativas são recorrentes e seguem o curso normal dos negócios da Companhia dentro de uma gestão prudente do passivo financeiro vis-à-vis a necessidade de recursos para a implementação da estratégia de crescimento da Companhia. O prazo médio do endividamento da Movida em 31 de dezembro

de 2018 era de 2,6 anos, 31 de dezembro de 2017 era de 2,0 anos, 31 de dezembro de 2016 era de 1,8 ano. O saldo referente a Arrendamentos Mercantis (“Leasing”) em 31 de março de 2019 era de R\$0,8 milhão a uma taxa de juros média de 9,9% e com último vencimento em 2020.

Por fim, em 31 de dezembro de 2020, o total do caixa e títulos mobiliários era R\$1,7 bilhão devido principalmente à geração operacional de caixa de R\$1,4 bilhão e às captações realizadas ao longo do ano. A otimização da estrutura de capitais e o alongamento da dívida possibilitam que a Companhia entre 2021 com a estrutura necessária para suportar mais crescimento com rentabilidade e de maneira sustentável. A dívida líquida da Companhia em dezembro de 2020 era R\$2,6 bilhões, frente a um ativo imobilizado líquido de R\$5,7 bilhões. A dívida líquida de 2020 foi 37,1% maior que a de 2019, ligada aos investimentos que somaram R\$3,6 bilhões. A dívida da Companhia em sua maior parte foi destinada à aquisição de ativos.

#### **d- Análise da Unidas S/A**

Na evolução dos indicadores da tabela 4, destaca-se os maiores índices para o exercício de 2017. O IPL mais elevado deve-se ao aumento da frota em comparação ao ano anterior, que representou um crescimento de 25,0% em relação a 2016. A companhia no mesmo ano realizou captações de dívidas com a emissão de três debentures, que totalizaram R\$ 800.000 milhões com prazo de pagamento a longo prazo, o que fez com o PCT (Participação de capitais de terceiros) aumentasse substancialmente.

**Tabela 4 – Indicadores de Endividamento - Unidas S/A**

<b>Índice</b>	<b>IPL</b>	<b>PCT</b>	<b>CE</b>	<b>IRNC</b>
2016	314,20%	341,70%	29,00%	91,70%
2017	352,30%	395,50%	28,90%	96,60%
2018	232,30%	240,80%	31,80%	94,20%
2019	203,00%	182,90%	31,90%	90,40%
2020	231,90%	245,50%	34,50%	88,90%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não recorrentes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

No mesmo exercício de 2017, a companhia apresentou prazo médio de endividamento de 35 meses, sendo que 43,3% do endividamento bruto total apresentava vencimento no curto prazo, o que fez com que o índice de CE (composição do endividamento) se mostrasse relativamente menor em comparação a outros anos. A empresa também apresentou um IRCN maior para período, explicado pelos investimentos em expansão da frota, que fizeram com que seus ativos fixos aumentassem a ponto de seu capital próprio ser inferior.

Portanto, diante do exposto pelas demonstrações da companhia, pode-se entender que as principais determinantes para o endividamento nos indicadores analisados, foram a oportunidade de crescimento, o tamanho da empresa e a influência da taxa básica de juros. A empresa em 2017 decidiu aumentar sua frota por meio de financiamentos, o que aumentou significativamente os índices no período, esse aliado a tangibilidade dos ativos da companhia, em que permite a ela buscar por alternativas mais vantajosas de financiamentos, como os arrendamentos leasing dos veículos. A empresa também decidiu por emitir debêntures no referido ano, e nos anos posteriores, de forma a se financiar por meio do mercado externo. Nesse período a taxa básica de juros estava em constante queda, o que pode influenciar positivamente no custo da dívida para a companhia.

A fim de explicar as determinantes encontradas na análise, abaixo estão as informações relevantes encontradas em notas explicativas e formulários de referência.

No final de 2016, o endividamento bruto da Unidas, incluindo os encargos, atingiu R\$985,0 MM que, descontando o caixa e equivalentes de caixa e as aplicações financeiras, resultaram numa dívida líquida de R\$912,4 MM. Abaixo apresentamos a evolução da Dívida Líquida e da Frota Total da Companhia. Visto que o setor de locação é capital intensivo e que a Companhia adota a estratégia da rolagem das suas dívidas, destacamos a queda do Custo Médio Anual da Dívida nos últimos anos mesmo frente a um cenário econômico adverso. No período de 2012 a 2016, o CDI (certificado depósito interbancário) Médio anual aumentou 562 bps (pontos percentuais), enquanto o Custo Médio Anual da Companhia diminuiu 106 bps.

A Companhia possui veículos em sua frota adquiridos por meio de arrendamento mercantil financeiro, os quais, foram contabilizados como parte do seu ativo imobilizado. Os contratos possuem prazo médio de duração de 24 meses, contados a partir da entrega do bem, cláusula de opção de compra ao término do contrato e são remunerados a uma taxa média de CDI + 4,25% a.a. A Companhia possui veículos alienados no valor total de R\$ 35.305 da sua frota total como garantia das operações de arrendamento mercantil financeiro em 31 de dezembro de 2016 (zero em 31 de dezembro de 2015). Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2016, a Companhia possuía apenas 1,8% da sua frota total alienada como garantia das operações de Leasing, o que confere à Companhia uma grande flexibilidade para ajustar a sua frota e gerar caixa quando necessário. Ainda em 2016, a Companhia realizou a assinatura da escritura de oferta pública de distribuição com esforços restritos, de 15.000 debêntures perfazendo o montante de R\$150.000.000,00. A 8ª emissão de debêntures não representou impacto financeiro para a Companhia, sendo que parte seus recursos foram utilizados para amortizar a 4ª emissão

de debêntures da Companhia e o restante dos recursos foram mantidos em caixa. Desta forma, o nível de alavancagem da Companhia não foi alterado. Em 30 de maio de 2016, com base nas deliberações da Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas, foi aprovado que, do valor declarado para o pagamento aos acionistas a título de JCP (Juros sobre Capital Próprio), foi capitalizado nesta data, o aumento de capital social da Companhia no montante de R\$6,5 milhões, e conseqüentemente houve o aumento do número de ações, proporcionalmente a participação de cada acionista, totalizando 54.540.394 ações.

A dívida líquida em 2017 totalizou R\$1.275,1 bilhões, 39,8% superior a dívida líquida de R\$912,4 MM totalizada em 2016. Ressalta-se que o aumento da dívida líquida no período teve como objetivo financiar o crescimento da frota. Em 31 de dezembro de 2017, o prazo médio do endividamento da Companhia era de 35 meses, sendo que 43,3% do endividamento bruto total apresentava vencimento no curto prazo. A companhia também realizou captações de dívidas via emissões de debentures no ano de 2017. Sendo elas, 9ª emissão de Debêntures - Série Única: R\$300,0 MM, remuneração de CDI +2,70% a.a. e prazo de 4 anos; 10ª emissão de Debêntures - 1ª Série: R\$80,0 MM, remuneração de CDI +1,20% a.a. e prazo de 3 anos; 2ª Série: R\$420,0 MM, remuneração de CDI +1,60% a.a. e prazo de 5 anos. Todos os empréstimos em moeda estrangeira possuíam contratos de swap, protegendo 100% do valor do principal mais encargos, contra as variações cambiais nas captações, cujos mesmos foram mensurados e contabilizados pelos seus valores justos na data base da demonstração financeira. Os empréstimos não possuem garantias ou cláusulas de antecipação do vencimento (*covenants*). Em 25 de maio de 2017 todos os empréstimos em moeda estrangeira foram liquidados.

A Companhia possui 3.531 veículos alienados, no valor total de R\$ 131.846 milhões, da sua frota total como garantia das operações de arrendamento mercantil financeiro em 31 de dezembro de 2017 (R\$ 35.305 em 31 de dezembro de 2016). Em 2017, a frota total da Unidas (desconsiderando a frota do Franqueado) atingiu 63.423 veículos, representando um crescimento de 25,0% em relação frota total de 2016. Ao considerar a evolução de frota da Rede Unidas (que considera a Frota dos Franqueados), atingindo 64.849 veículos, representando um crescimento de 24,2% em relação frota total de 2016. Em reunião do Conselho de Administração da Companhia realizada em 27 de dezembro de 2017, foi assinado, entre a Companhia de Locação das Américas (Locamerica), os acionistas controladores da Locamerica, a Unidas, os acionistas da Unidas, e por Fitpart Capital Partners Ltd (“Investidor”) um acordo de investimento com a finalidade de regular os termos e condições para a realização da combinação de negócios entre a Unidas e a Locamerica.

Em 20 de setembro de 2018 foi integralizada a 12ª emissão de debêntures da Companhia no montante de R\$250.000 milhões. Os recursos líquidos obtidos com a oferta nos termos na Instrução CVM nº 476 foram utilizados no curso normal dos negócios e para reforço de caixa da Emissora. A dívida líquida em 2018 totalizou R\$ 1.531,4 bilhões.

Em 31 de dezembro de 2018, a Companhia possuía 8,3% da sua dívida vencendo em 2019, enquanto 91,7% venciam no período entre 2020 e 2025 (não considera instrumentos financeiros swap). Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2018, a Companhia possuía veículos alienados no valor total de R\$ 113,8 milhões da sua frota total como garantia das operações de arrendamento mercantil financeiro, o que confere à Companhia, na visão dos diretores, uma grande flexibilidade para ajustar a sua frota e gerar caixa quando necessário. O caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento reduziu 105,3%, passando de um saldo gerado de R\$226,9 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2017 para um saldo aplicado de R\$12,0 milhões no exercício findo em 31 de dezembro 2018. Essa variação deve-se basicamente a: (i) redução na captação de novos empréstimos, financiamentos e debêntures em 20% passando de R\$920,0 milhões em 31 de dezembro de 2017 para R\$735,1 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2018; (ii) aumento de 19,65% das amortizações de empréstimos, financiamentos e debentures passando de R\$485,5 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2017 para R\$580,8 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2018.

A dívida líquida em 2019 totalizou R\$ 2.094.356 MM. A Companhia ao longo de 2019, adotou a estratégia desmobilizar mais rápido a frota do segmento de Aluguel de Carros (*Rent a Car*), aumentando assim o giro de estoque e a quantidade venda de veículos Seminovos. Em 31 de dezembro de 2019, a Companhia não possuía veículos alienados como garantia das operações de arrendamento mercantil financeiro. Em 10 de abril de 2019 foi integralizada a 13ª emissão de debêntures da Companhia no montante de R\$1.000.000. Os recursos líquidos obtidos com a oferta nos termos na Instrução CVM nº 476 foram utilizados no curso normal dos negócios e destinados para reforço de caixa da Emissora. Em 23 de julho de 2019 foi aprovada pelo Conselho de Administração da Unidas a contratação de empréstimo externo através da Lei 4.131 de 3 de setembro de 1962 (Lei 4.131) e da celebração de Instrumento Particular de Contrato para realização de “Swap”, no montante de US\$50.000.000 (cinquenta milhões de dólares). Os recursos líquidos obtidos pela Emissora foram utilizados no curso normal dos negócios da Emissora, para reforço de caixa. Em 22 de novembro de 2019 foi integralizada a 14ª emissão de debêntures do Grupo no montante de R\$200.000. Os recursos líquidos obtidos com a oferta nos termos na Instrução CVM nº 476 foram utilizados para reforço

de caixa da Emissora. As debêntures contam com garantia real sobre os ativos da Companhia, a qual consiste em privilégio geral sobre os referidos ativos.

A dívida líquida em 2020 totalizou R\$ 1.671,64 MM. Em 31 de dezembro de 2020, o patrimônio líquido da Companhia representava 24,6% do passivo total da Companhia, enquanto a dívida líquida representava 32,6%. Em 31 de dezembro de 2019 e 2018, o patrimônio líquido da Companhia representava 24,6% e 21,5%, respectivamente, enquanto a dívida líquida representava 36,8% e 38,8% respectivamente. Em 31 de dezembro de 2020, a Companhia possuía 7,7% da sua dívida vencendo em 2021, enquanto 70,2% vencem no período entre 2021 e 2030 (não considera instrumentos financeiros swap). Em 31 de dezembro de 2020 e em 31 de dezembro de 2019, a Companhia não possuía veículos alienados como garantia das operações de arrendamento mercantil financeiro.

Em assembleia geral extraordinária da Companhia realizada em 01 de janeiro de 2020, foi aprovada a incorporação sua controlada, a Unidas Locadora De Veículos Ltda. A incorporação se justificou pelo atendimento às diretrizes estratégicas da Companhia de simplificação e racionalização administrativa e financeira, bem como de desenvolver diretamente todas as atividades. Considerando que a Companhia detinha a totalidade das quotas da Unidas Locadora de Veículos LTDA, a incorporação não acarretou aumento no capital social.

#### **e- Análise Maestro Locadora de Veículos S/A**

Conforme evidenciado na tabela 5, um dos índices de mais destaque é o IPL do ano de 2018, consideravelmente maior que os anteriores analisados, isso porque a empresa em dezembro de 2018, adquiriu a empresa a Minas Real Vendas e Serviços Ltda. (“Locarcity”) adicionamos 1.014 veículos à frota total, fazendo assim com que a frota crescesse 9%.

**Tabela 5 – Indicadores de endividamento – Maestro de Veículos S/A**

<b>Índice</b>	<b>IPL</b>	<b>PCT</b>	<b>CE</b>	<b>IRNC</b>
2016	203,10%	145,50%	36,30%	105,40%
2017	224,30%	173,20%	49,30%	119,50%
2018	337,00%	345,10%	59,50%	101,60%
2019	139,70%	422,10%	35,70%	102,10%
2020	341,20%	375,20%	40,90%	106,00%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não recorrentes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

Ainda no exercício de 2018 o indicador de participação de capitais de terceiros (PCT) sofreu aumento em relação aos anos anteriores, explicado por duas emissões de debêntures que

totalizaram R\$142m captados a valor de mercado ainda em 2018 e uma emissão em 2019 concluída em maio com valor total captado de R\$60m. Destaca-se também o IRNC maior que 100% em todos os anos em análise, o que indica que a empresa financia seu ativo fixo grande parte com capital de terceiros, indicando que a companhia trabalha com capital intensivo para financiar sua expansão.

Sendo assim, pode-se concluir que as determinantes de capitais que mais impactaram no endividamento da empresa foram a tangibilidade do ativo o tamanho da empresa seguido pela oportunidade de crescimento. A companhia a partir da compra da empresa “Locarcity” passou a apresentar maiores indicadores de endividamento, devido ao crescimento que a operação proporcionou, elevando dessa forma o tamanho da empresa e, propiciando maiores oportunidades de financiamentos e exposição ao mercado de emissão de dívidas. Aliado a isso, está a tangibilidade dos ativos já mencionada, uma vez que, pode proporcionar a companhia captações de financiamentos diversas e facilitadas devido a garantia que pode ser oferecida por parte da empresa e a taxas mais atrativas que podem ser alcançadas.

Objetivando ilustrar os fatores determinantes da estrutura de capital da empresa tem-se os seguintes destaques no período analisado.

O endividamento total líquido em final de 2016 atingiu R\$58,1m, inferior em R\$22,7m e R\$41,0m ao valor de frota contábil e a mercado na mesma data, respectivamente. Esta dívida apresenta, desde a emissão de debêntures em 2015, perfil de alongamento bastante satisfatório com 33,7% e 66,3% vencendo nos curto e longo prazos respectivamente.

O aumento do endividamento total, no valor de R\$11.557mil, tem como principal vetor o *net capex* (compra-venda) que foi de R\$14.472 milhões. A Companhia busca também um adequado balanço entre suas captações de dívida pós e pré-fixadas. Em 31 de dezembro de 2016, 15% (quinze por cento) do endividamento da Companhia era composto por linhas pré-fixadas. Os veículos são adquiridos das principais montadoras do país, permanecendo em utilização segundo bases contratuais por aproximadamente 24 meses, e são posteriormente vendidos em canais de revenda de usados e leilões especializados. Em 2016, 2015 e 2014, a Companhia investiu, respectivamente, R\$ 37,1 milhões, R\$44,8 milhões e R\$23,8 milhões em aquisição de frota.

Em 30 de janeiro de 2015 a Companhia realizou a primeira emissão de 620 debêntures simples não conversíveis em ações, junto ao agente fiduciário Pentágono S/A, e estruturada pelo Banco Modal no montante total de R\$ 62.000 milhões com remuneração anual de CDI + 4,17%, tendo sido efetivamente subscrito o valor de R\$ 61.230 milhões. As debêntures não

possuem carência para amortização dos juros e do saldo devedor, sendo os mesmos amortizados em 60 meses a partir de 1º dia de fevereiro de 2016, com parcelas iguais a 1,66% do saldo devedor. O término das amortizações está previsto para 30 de janeiro de 2020. Em 31 de dezembro de 2016, o equivalente a 90% da frota total da Companhia (2.225 veículos) é garantidor de empréstimos bancários, financiamentos e arrendamentos financeiros cujo valor residual é de R\$70.472 milhões (R\$69.602 milhões em dezembro de 2015). Em 30 de maio de 2016, a Companhia emitiu uma cédula de crédito bancário em favor do Banco Caixa Geral no montante total de R\$20.000 a uma taxa de juros de 100% CDI + 5,50% ao ano. A dívida tem vencimento final em maio de 2020 e possui alienação fiduciária de veículos e cessão fiduciária de recebíveis decorrentes de contratos de locação de frota de veículo em garantia ao pagamento.

Em 31 de dezembro de 2017, o equivalente a 89% da frota total da Companhia (2.149 veículos) é garantidor de empréstimos bancários, financiamentos e arrendamentos financeiros cujo valor residual é de R\$80.758 milhões (R\$70.472 milhões em dezembro de 2016).

O endividamento total líquido atingiu R\$61.115 milhões, inferior em R\$31.222 e R\$46.385 ao valor da frota contábil e a mercado (FIPE), respectivamente. Esta dívida apresenta perfil de alongamento satisfatório e confortável de 43,4% e 56,5% vencendo nos curto e longo prazos.

O endividamento total líquido atingiu R\$ 106.857 milhões em 2018. Em 04 de maio de 2018, foi realizada a Assembleia Geral Extraordinária que deliberou sobre a 2ª emissão de debêntures simples para aquisição de novos veículos para aumento e reposição da frota. Em 13 de novembro de 2018, foi realizada a Assembleia Geral Extraordinária que deliberou sobre a 3ª emissão de debêntures simples para reforço de fluxo de caixa da Emissora e pagamento das despesas da Emissão no montante de R\$1.000.000,00, pagamento da primeira parcela do preço de aquisição de sociedade que tem como objeto social a locação e gestão de veículos e/ou frota. Essas duas emissões de debêntures que totalizaram R\$142 milhões captados a valor de mercado, sendo R\$80m na segunda série em maio/18 e R\$62m na terceira série em dezembro/18. Em 13 de novembro de 2018 a Companhia celebrou Contrato de Compra e Venda de Ações tendo por objeto a aquisição da totalidade das ações representativas do capital social da Minas Real Vendas e Serviços Ltda.

Em dezembro de 2018, com a aquisição da Minas Real Vendas e Serviços Ltda. (“Locarcity”) adicionamos 1.014 veículos à frota total, além de diversificar geograficamente a sua atuação comercial, inclusive para a venda de seminovos. Ao longo do ano, adicionalmente à aquisição da Locarcity, a companhia cresceu 9% de sua frota, com a base de clientes maior e mais diversificada, com soluções de gestão completas e inovadoras

No exercício de 2019 o endividamento total líquido atingiu R\$ 134.359. O aumento do endividamento líquido em 26% equivalente a R\$27,5m teve como destinação o *net capex* líquido, dentro do curso normal do crescimento de ativos da Companhia. A 4ª Debênture foi concluída em maio de 2019 com valor total captado de R\$60m, prazo de 60 meses, carência de 1 ano e ao custo de CDI+3,7%/ano. A Companhia não tem em seu endividamento de 31 de dezembro de 2019 operações de swap ou qualquer outro derivativo contratado. Em relação ao passivo total, 4,25% estão indexados ao CDI e, portanto, exposto à variação das taxas de juros.

Em 2020 o endividamento total líquido atingiu R\$ 124.241. Queda do CDI que acumulou 2,75% no exercício de 12 meses de 2020 frente a 5,96% do ano anterior. Praticamente todo o endividamento é pós-fixado. A redução do endividamento teve como principal driver o menor capex de 2020.

#### **f- Análise da Vamos locação de caminhões, máquinas e equipamentos S/A**

Na evolução dos indicadores da companhia evidenciados na tabela 6, destaca-se inicialmente o IPL do ano de 2016, explicado devido a incorporação da empresa JP Tecnolimp S.A. e a cisão parcial da sua controlada, Movida GTF, o que gerou aumento nos ativos da companhia, até a estratégia de giro dos veículos se regularizar.

**Tabela 6 – Indicadores de endividamento - Vamos S/A**

<b>Índice</b>	<b>IPL</b>	<b>PCT</b>	<b>CE</b>	<b>IRNC</b>
2016	436,10%	393,20%	24,30%	116,90%
2017	205,80%	189,70%	28,90%	98,60%
2018	270,60%	248,00%	25,90%	104,90%
2019	415,80%	522,30%	26,60%	86,00%
2020	579,50%	734,70%	26,90%	91,00%

Legendas: IPL = Imobilização do patrimônio líquido; PCT= Participação de capitais de terceiros; CE= Composição do endividamento; IRNC= Imobilização dos recursos não recorrentes.

**Fonte: Elaborado pela autora (2021)**

Somado ao aumento dos ativos, as incorporações geraram também um IRNC (imobilização dos recursos não correntes) elevado para o ano, considerando a proporção desses ativos com o capital próprio. Os indicadores de IPL E PCT em 2020 foram os maiores encontrados entre os anos analisados, nesse ano a empresa apresentou maior endividamento líquido devido as suas emissões de dívidas e forte estratégia de expansão, aliado ainda, a distribuição de dividendos no referido ano, o que pode significar deixar de investir com recursos próprios para recorrer a terceiros.

Dessa forma, conclui-se que as principais determinantes para a companhia foram à oportunidade de crescimento da empresa e a taxa de juros. A empresa em 2016 fechou seu exercício com a incorporação e cisão de outras companhias, o que elevou sua capacidade de captação de dívidas e estrutura perante a possíveis credores. Somado ao crescimento, a companhia se financiou também massivamente por meio de debentures em 2020, aproveitando o momento de baixa da taxa se Selic, uma vez que, as taxas que a regem tem lastro na taxa básica de juros.

A fim de analisar os fatores determinantes da estrutura de capital da empresa têm-se os seguintes destaques no período analisado.

O endividamento total líquido em 2016 atingiu R\$ 550.334 milhões. Contratos de arrendamentos financeiros na modalidade de Finame leasing e arrendamentos financeiros para a aquisição de veículos e bens da atividade operacional do Grupo Vamos que possuem encargos anuais pré-fixados em 2017 o total era de R\$ 19.703 milhões. Em agosto de 2016 a Companhia concluiu as seguintes operações, incorporação da empresa JP Tecnolimp S.A. (“JP Tecnolimp”), anteriormente controlada pela JSL S.A., pelo valor contábil, de acordo com o CPC 15 / IFRS

3 - Combinação de Negócios. E a cisão parcial da sua controlada, Movida GTF, pelo valor contábil, com a absorção da parcela cindida pela JSL S.A, de parte de sua participação na Movida GTF no montante de R\$ 29.925 milhões.

Em 2017 o endividamento total líquido atingiu R\$ 656.108 milhões. Havia contratos de arrendamentos financeiros na modalidade de Finame leasing e arrendamentos financeiros para a aquisição de veículos e bens da atividade operacional do Grupo Vamos que possuem encargos anuais pré-fixados em 2017 o total era de R\$ 29.204 milhões. Em 22 de dezembro de 2017, a Vamos concluiu a aquisição da totalidade do capital social da Borgato Máquinas, Borgato Serviços, Borgato Caminhões (em conjunto denominadas "Sociedades Borgato"). Esta aquisição está em linha com a estratégia de crescimento da Vamos no segmento de locação e comercialização de caminhões, máquinas e equipamentos, esperando assim uma sinergia com o seu atual portfólio. O Grupo Vamos reconheceu um lucro líquido de R\$ 92.584 em 31 de dezembro de 2017 (R\$ 77.875 em 31 de dezembro de 2017) e, nessa data, o passivo circulante excede o ativo circulante em R\$ 16.015 em 31 de dezembro de 2017 (R\$ 23.644 em 31 de dezembro de 2016) devido a decisão dos acionistas e da Administração do Grupo de investir em suas operações com locação de caminhões, máquinas e equipamentos, principalmente na ampliação e renovação da frota operacional.

No ano de 2018 o endividamento total líquido atingiu R\$ 863.390 milhões. Em 2018, a Dívida Bruta da Companhia registrou R\$934.922 mil, composto principalmente pelas linhas do Balanço Combinado *Carve-out* de Empréstimos e Financiamentos, cujo montante de endividamento refere-se, em sua maioria, à Dívida Operacional fonte de financiamento na aquisição de seus 10.862 ativos do negócio de locação. Além disso, a Companhia realizou uma captação de em torno de R\$150 milhões, via uma linha de crédito internacional e, simultaneamente, realizou a trava cambial desse montante com instrumentos derivativos. Em 31 de dezembro de 2018, a rubrica de “empréstimos e financiamentos” apresentou saldo de R\$ 188.221 mil em comparação com R\$ 225.129 mil em 31 de dezembro de 2017. Esta redução R\$ 36.908 mil ou 16,4% se devem principalmente a liquidação antecipada de empréstimos das Sociedades Borgato.

Em 2019, a Dívida Bruta da Companhia registrou R\$2.097,6 milhões, um aumento de R\$ 1.166,2 milhões comparado ao exercício de 2018, resultado principalmente da expansão do segmento de Locação e do pagamento de dividendos. O endividamento total líquido atingiu R\$ 1.581,7. A companhia acessou o mercado de capitais três vezes com uma captação total de R\$ 1,3 bilhões em 2019, através de operações de CRA (Certificado de Recebimento do Agronegócio) e debêntures, para financiar a expansão dos negócios. Em 31 de dezembro de 2019 e 2018, a Vamos possuía instrumentos financeiros derivativos (contratos de swap e posição comprada de Opção de Compra de Índice de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiro – “Opção de compra de IDI”). Tanto os contratos de swap, quanto as opções de compra de IDI foram classificadas como *hedge* de fluxo de caixa. Parte dos ativos foram adquiridos pelo Grupo por meio de arrendamento a pagar, substancialmente representados por veículos, máquinas e equipamentos totalizando R\$ 26.783 milhões no ano.

A companhia encerrou o ano de 2020 com uma forte posição de caixa e aplicações financeiras de R\$785,6 milhões, suficiente para cobrir a amortização de dívida de curto prazo em 3,3x. A dívida líquida fechou em R\$1,9 bilhão, com a alavancagem medida pela Dívida líquida/EBITDA de 3,01x no 4T20, praticamente a mesma alavancagem do 4T19, comprovando a forte geração de caixa dos negócios, mesmo em um ano de alto crescimento e com uma distribuição de dividendos de R\$161,8 milhões de dividendos e juros sobre capital próprio. Ao longo de 2020, a companhia captou R\$900 milhões no mercado de capitais para financiar seu crescimento.

A fim de compilar os achados dessa pesquisa o quadro 2, resume os fatores determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos.

Quadro 2 – Resumo dos Fatores Determinantes do Endividamento das Empresas do Setor de Locação de Veículos.

<b>Empresas</b>	<b>Fatores determinantes</b>	<b>Autores que corroboram com esse achado</b>
Cia Locação das Américas	Oportunidade de Crescimento, Tangibilidade do Ativo e Taxa de Juros	Gomes e Leal (2001); Valle e Silva (2008) e Klotzle e Biagini (2004).
Localiza Rent a Car S/A	Rentabilidade, Oportunidade de Crescimento e Taxa de Juros.	Frank e Goyal (2003), Gomes e Leal (2001) e Klotzle e Biagini (2004).
Movida Participações S/A	Tamanho da empresa e Oportunidade de crescimento	Antoniou, Guney e Paudyal (2008) e Gomes e Leal (2001).
Unidas S/A	Oportunidade de Crescimento, Tamanho da empresa e Taxa de Juros	Gomes e Leal (2001); Antoniou, Guney e Paudyal (2008) e Klotzle e Biagini (2004).
Maestro Locadora de Veículos S/A	Tangibilidade do ativo, Oportunidade de Crescimento e Tamanho da empresa.	Valle e Silva (2008), Gomes e Leal (2001) e Antoniou, Guney e Paudyal (2008).
Vamos Locação S/A	Oportunidade de Crescimento e Taxa de Juros	Gomes e Leal (2001) e Klotzle e Biagini (2004).

Alguns dos determinantes invariavelmente se repetiram para as empresas pesquisadas conforme evidenciado no Quadro 2, a exemplo do fator Oportunidade de crescimento, demonstrado em todas as empresas, que pode ser explicado a partir do momento em que as companhias decidem por fusões ou incorporações, aumentando assim sua fatia de mercado e consequente poder de captações de dívidas, os indicadores de endividamento aumentaram proporcionalmente. Aliado ainda, ao fator tamanho da empresa, a medida que as empresas buscavam por expansão, os indicadores aumentavam, a exemplo das empresas que evidenciaram o determinante como fator de endividamento, as duas empresas que mais cresceram, triplicaram de tamanho ao longo dos anos pesquisados, como a companhia Movida S/A que em 2016 possuía patrimônio líquido equivalente a R\$ 721.765 milhões e em 2020 chegou a R\$ 2.358.680 bilhões; Unidas S/A no ano de 2016 havia R\$ 776.682 milhões de patrimônio líquido e em 2020 R\$ 2.222.572 bilhões.

A relação positiva dos fatores tamanho da empresa e oportunidade de crescimento com o endividamento também foi encontrado no estudo “Fatores Determinantes Da Estrutura De Capital Das Maiores Empresas Que Atuam No Brasil” considerando os anos de 1998 a 2002 a pesquisa em questão buscou relacionar o endividamento das empresas com as determinantes de capital, para isso, utilizou as demonstrações contábeis como fonte de dados e valeu-se da técnica de regressão linear múltipla. O estudo demonstrou que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das companhias.

Os autores Jorge e Armada (2001) também encontraram em seus estudos uma relação positiva da determinante Oportunidade de crescimento com o endividamento, a análise foi realizado considerando 93 empresas de Portugal no período de 1990 e 1995. O determinante tangibilidade do ativo fora encontrado como fator de endividamento pelos autores Klock e Thies (1992) utilizando testes estatísticos dispondo de variáveis independentes dos fatores já consagrados na literatura da estrutura de capital. Ademais, o Tamanho da empresa fora encontrado por Rajan e Zingales (1995) como fator determinante para o endividamento das companhias, o estudo foi realizado pelos autores utilizando as empresas do Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. A determinante Taxa de Juros foi encontrada como fator de endividamento por Klotzle e Biagini (2004) demonstrada no estudo realizado com as empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1998 a 2002, através de regressões de dados em painel.

## 5. CONCLUSÃO

Embasado nas Teorias que permeiam o entendimento sobre endividamento e estrutura de capital, todo empreendimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos, seja ele relacionado a atividade operacional ou relacionados a projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo por exemplo, recomenda-se que exista um balanceamento com relação a fonte de financiamento com recursos externos e com recursos próprios da empresa. Esse estudo buscou analisar os fatores determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos listadas na B3 no período de 2016 a 2010. A escolha do setor se justifica por ser um segmento crescente no país e no mundo, e ainda por esse setor trabalhar com níveis elevados de alavancagem em relação aos demais segmentos, bem como sua contribuição direta para a ampliação do entendimento da dinâmica de financiamentos das companhias do setor. Os procedimentos iniciais para execução da pesquisa foi a coleta no site da B3 das demonstrações financeiras, nota explicativa e formulário de referência de cada empresa no período de 2016 a 2020, assim, foi possível fazer o cálculo e análise da *performance* dos indicadores de endividamento, posterior ao cálculo dos índices, foram analisadas as notas explicativas e formulários de referência, afim de buscar justificativas para as variações encontradas. Ao final, a análise se concentrou em encontrar a relação entre os resultados dos indicadores calculados com os determinantes de endividamento expostas no estudo, afim de demonstrar qual são os determinantes do nível de endividamento das empresas do setor de locação de veículos listadas na B3.

Como principais resultados desta pesquisa, é possível elencar que alguns dos determinantes explicitados ao longo do trabalho de fato são recorrentes ao nível de endividamento das companhias do setor. Dentre elas, a tangibilidade dos ativos, onde segundo Valle e Silva (2008), as companhias que têm disponibilidade de um maior volume de ativos fixos, tendem a usá-los como garantia nas operações de empréstimos e financiamentos estão mais suscetíveis a níveis maiores de endividamento. Dessa forma, os devedores podem chegar a taxas mais atrativas para seus investimentos, e por outro lado aos credores, a diminuição do seu risco ao garantir em seus contratos bens líquidos diante da possibilidade de inadimplência. Nas informações encontradas em notas explicativas, a tangibilidade se mostrou como um fator determinante do endividamento para todas as companhias, principalmente nas companhias Cia Locação América e Maestro Locação S/A, essa em que no primeiro ano de análise tinha mais de 90% de sua frota como garantia de operações de empréstimos e financiamentos.

Adicionalmente, outro fator defendido como um determinante, a Taxa Selic, onde se discute haver uma relação negativa com o endividamento, Klotzle e Biagini (2004) afirmam há uma predisposição ao endividamento por parte das empresas quando as taxas de juros são mais atrativas. A influência da taxa básica de juros pode ser encontrada como um dos fatores que puderam ser relacionados ao endividamento das empresas do setor de locação de veículos, uma vez que, em anos de baixa da taxa Selic, as empresas recorreram não somente a instituição financeiras a fim de empréstimos e financiamentos, como apostaram também na captação massiva por meio da emissão de debêntures, se beneficiando do lastro dessa opção de dívida, além de buscarem contratos de *hedge* em operações de financiamentos e empréstimos afim de evitar maiores custos em caso de alta da taxa básica de juros.

Fora encontrado também com certa recorrência nas análises das notas explicativas e formulário de referência a relação do tamanho da empresa com o endividamento, defendida por Antoniou, Guney e Paudyal (2008) defendem que as grandes empresas possuem mais acesso a informações, garantindo assim um menor nível de assimetria da informação, o que as oferece mais acessibilidade ao mercado e conseqüente acesso a captações de empréstimos e financiamentos a taxas mais atrativas.

Foi encontrado, portanto, um aumento nos indicadores de endividamento, culminando na relação positiva do endividamento com o tamanho da empresa, à medida que as corporações demandavam por expansão e buscavam dessa forma, por incorporações ou combinações de negócios, o endividamento das companhias também aumentavam, demonstrando assim que os fatores determinantes para as empresas do setor de veículos são também os apresentados em estudos anteriores.

Por fim, o determinante Risco defendido Harris e Raviv (1991) segundo os autores quanto maior a instabilidade que negócio possa estar exposto, diante das variáveis de mercado, maior também será a probabilidade de a companhia não conseguir honrar com suas dívidas. O determinante em questão não foi relacionado ao endividamento das empresas do setor neste estudo, pois, as companhias detêm em suma maioria parte de seus ativos oferecidos em garantia em seus contratos de empréstimos e financiamentos, minimizando assim o risco aos seus credores, uma vez que, se porventura vier a ocorrer a inadimplência, há ativos considerados líquidos garantidores nas operações que reduzem o risco.

Conclui-se que para o setor de locação de veículos os fatores como Tamanho da empresa, Rentabilidade, Tangibilidade dos ativos, Oportunidade de crescimento e Taxa de juros são determinantes para a estrutura de endividamento.

Para futuras pesquisas acerca do tema, sugerem-se abordagens que considerem também as medidas de mercado. Conforme Barros e Silveira (2008) as teorias sobre estrutura de capital não demonstram que os indicadores de alavancagem devem ser evidenciados em estudos empíricos, dado que, em alguns casos pode ser mais adequado dispor de medidas “contábeis”, e em outros de medidas de alavancagem de “mercado”.

Segundo Cunha (2006) o valor de mercado é o que os investidores da bolsa de valores estão dispostos a pagar em negociação. Posto que, essa análise valeu-se apenas dos indicadores elaborados estritamente com dados extraídos do Balanço Patrimonial, não valendo-se de análises mais aprofundadas, e ainda, considerando dívidas que podem não estar diretamente relacionada ao negócio das companhias, fazendo assim com que os indicadores de endividamento sofram ações que podem não ser totalmente explicadas pelos determinantes consagrados sobre a estrutura de capital.

A pesquisa se limita ao estudo dos fatores determinantes do setor de locação de veículos, dessa forma, para reforçar os resultados encontrados é interessante que a análise se estenda para companhias de outros setores. Ademais, pesquisa valeu-se de técnicas quali-quantitativas, a fim de investigar os fatores determinantes do endividamento das companhias com as informações extraídas das demonstrações financeiras, não recorrendo a estudos estatísticos como a regressão linear, que poderiam ratificar as informações encontradas.

## 6. REFERÊNCIAS

ALBANEZ, A.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 33., 2009, São Paulo. *Anais*. São Paulo: Anpad, 2009.

ANTONIOU, A., GUNNEY, Y. & PAUDYAL, K. The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 43 (1), p. 59-92, 2008.

ALVAREZ, Gabriel. Setor de Carros. Liga de Investimentos, 2020. Disponível em: <https://medium.com/@ligapoliufrj/setor-de-aluguel-de-carros-f5567a80fc1f>. Acesso em: 03 set. 2020.

Banco Central do Brasil. Taxa Selic. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>>. Acesso em: 01 jul. 2021.

BARDIN, L. Análise de conteúdo. São Paulo: Edições 70, 2011.

BARROS, Lucas Ayres B. C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, n. 3, p. 293-334, 2008.

BASTOS, D. D., e NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94, 2009.

BRITO, G. A.; CORRAR, L. J e BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*. 18 (43) • Abr, 2007.

CERETTA, P. S., BARBA, F. G., CASARIN, F., KRUEL, M., e MILANI, B. Desempenho financeiro e a questão dos investimentos socioambientais. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 3, n. 3, p. 72-84, set – dez, 2009

CERETTA, P. S., VIEIRA, K. M., DA FONSECA, J. L., e TRINDADE, L. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao Ibovespa no período de 1995 a 2007. *REGE Revista de Gestão*, 16(4), 29-43, (2009).

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. Metodologia científica. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e trade-off, usando painel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 106–133, 2013.

CORRÊA, Glauber Marques. Verificação do Modelo da Pecking Order Theory na Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras através das Componentes do Déficit Financeiro. 2011. 83p. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, São Paulo. Disponível em: < [http:// http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/548](http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/548) >. Acesso em: 27 Set. 2021.

CUNHA, José Humberto da Cruz. A contabilidade e o real valor das empresas: foco no capital intelectual. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2006.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research, 1952.

FRANK, M. Z., GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 217-248, 2003.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. In: *Handbook of Empirical Corporate Finance SET*. v. 1, p. 135–202, 2007.

GIGLIO, A. D. Estrutura de capital das companhias brasileiras: análise de dados no período 2002-2007. V Congresso Nacional de Excelência em Gestão. Niterói – RJ, 2009.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. L. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores in *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of optimal capital structure. *Journal of Finance*, v. 48, p. 297-356, 1991.

IQUIAPAZA, R. A., AMARAL, H. F., ARAUJO, M. da S. B. de. Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie*, São Paulo, 9(3), 2008.

IUDÍCIBUS, Sérgio Carlos de. *Análise de balanços*. 10ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JORGE, Susana; ARMADA, Manoel José da Rocha. Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 5, n. 2, p. 9-31 2001.

JONGHE, O., DIEPSTRATEN, M., SCHEPENS, G. Banks' size, scope, and systemic risk: What role for conflicts of interest? *Journal of Banking & Finance*, 2015.

KLOCK, S.; THIES, F. Determinants of capital structure. *Review of Financial Economics*, p. 40-52, 1992.

KLOTZLE, M. C., BIAGINI, F. L. Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras. *Revista de Economia e Administração*, v. 3, n. 3, p. 253-271, 2004.

LONCAN, T.; CALDEIRA, J. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 46-59, 1 abr. 2014

Mais de 60% dos jovens brasileiros que usam serviços de compartilhamento de veículos questionam necessidade de possuir carro. *Releases para imprensa*, 2021. Disponível em < <https://www2.deloitte.com/br/pt/footerlinks/pressreleasespage/Global-Automotive-Study-Technology-Brazil.html> >. Acesso em 01/09/2021.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: Abordagem Gerencial*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATUCHESKI, Silvio; ALMEIDA, Laura Brito. Variáveis contábeis e o preço das ações. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2006.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 1, art. 8, p. 177-199, 2008.

MODIGLIANI, F., e MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F., e MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443, 1963.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592. 1984.

MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221 1984.

MYERS, S. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592, 1984.

MYERS, S. C. Financing of CorporationS. In: ©, M. H. AND R. S. (Ed.). *Handbook of the Economics of Finance*. G M Consta ed. [s.l.] Elsevier B V, p. 216–247, 2003.

NAKAMURA, W. T., MARTIN, D. M. L., FORTE, D., CARVALHO FILHO, A. F. D., COSTA, A. C. F., e AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 18(44), 2007.

NEUMAN, Lawrence. W. *Social research methods: qualitative and quantitative approaches*. Boston: Allyn & Bacon, 1997.

Números da economia. *Anuário Brasileiro do Setor de Locação de Veículos*, São Paulo, p. 26, 2020.

PEREZ JUNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. *Elaboração e análise das demonstrações financeiras*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

RAJAN, Raghuram G. ZIANGALES, Luigi. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The Journal of Finance, 1995.*

REIS, Tiago. O que é e como funciona a imobilização dos recursos não correntes, 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/imobilizacao-do-patrimonio-liquido/>. Acesso em: 07 jul. 2021.

RESEARCH, Xp. Juros Baixos: Quais empresas e setores se beneficiam deste cenário? Expert Xp, 2019. Disponível em: <https://conteudos.xpi/.com.br/acoes/relatorios/juros-baixos-quais-empresas-e-setores-se-beneficiam-deste-cenario/> Acesso em: 27 ago. 2020.

RICHARDSON, R. J. Pesquisa social: métodos e técnicas. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

SANTOS, Carolina Macagnani dos. Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006. doi:10.11606/D.96.2006.tde-24012007-112641. Acesso em: 2020-09-07.

SILVA, A. D., e VALLE, M. R. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas Brasileiras e Americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 201-229, 2008.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 43, p. 1-19, 1988.