UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

AZIZ XAVIER BEIRUTH

TRANSFORMAÇÃO ESTRUTURAL DE *COVENANTS* COM A ADOÇÃO DAS IFRS
NO BRASIL

SÃO PAULO
2015

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

AZIZ XAVIER BEIRUTH

**TRANSFORMAÇÃO ESTRUTURAL DE *COVENANTS* COM A ADOÇÃO DAS IFRS
NO BRASIL**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como parte dos requisitos para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Luiz Paulo Lopes Fávero

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na publicação

Serviço de Biblioteca e Documentação

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da

Universidade de São Paulo

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico da SBD/FEA/USP

Beiruth, Aziz Xavier

Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS
no Brasil / Aziz Xavier Beiruth. -- São Paulo, 2015.

127 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2015.

Orientador: Luiz Paulo Lopes Fávero.

1. Finanças 2. Covenants 3. Mercado de crédito 4. Padrões e normas contábeis I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332

Aos meus pais, pelo apoio e compreensão.

Aos familiares e amigos, pela alegria.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família, pelo apoio incondicional, suporte e momentos de alegria e distração proporcionados quando mais precisava, em especial ao meu pai Aziz e minha mãe Danuze, por todo incentivo ao estudo desde a infância.

Aos professores José Elias Feres de Almeida e Fernando Murcia pelos comentários enriquecedores na banca de qualificação e em conversas posteriores e aos demais professores da FEA-USP pelo conhecimento transmitido. Ao Professor Luiz Paulo Lopes Fávero pelo apoio e ensinamento durante toda essa jornada.

Aos funcionários da FEA-USP: Marcia, Rodolfo e Evandro por todo auxílio prestado neste período. Aos meus amigos de curso que me ajudaram em todas as horas: Rudah Giasson, André Souza, Edmilson Patrocinio, Roberto Cazzari, Alex Mussoi, Carlos Henrique e Ana Paula Capuano pelos momentos de estudo, alegria e descontração. E, em especial, aos amigos Talles Brugni, Eduardo Flores, Carlos Kuhl, Robson Braga, Renata Takamatsu e Vinicius Lima pelos comentários e auxílios prestados durante o decorrer desta jornada.

A todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a superação deste desafio, meu Muito Obrigado!

RESUMO

Beiruth, A. X. (2015). *Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil*. Tese de Doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Este trabalho tem por objetivo analisar as mudanças na estrutura das cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívida das empresas emissoras de debêntures, em função da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no Brasil. Adicionalmente busca-se entender quais os desdobramentos econômicos desta adoção em variáveis destes contratos e nos setores que se utilizam da captação de recursos de terceiros. Para isso, foram investigados contratos de dívida de empresas de capital aberto e fechado que emitiram debêntures entre os anos de 2006 a 2008 e 2011 a 2014 para se analisar os períodos antes e depois da adoção das IFRS. Com a coleta de dados realizada a partir dos contratos foi formada uma base de dados com 126 contratos sendo 78 anteriores à adoção das IFRS e 48 posteriores ao evento. A aplicação das técnicas estatísticas de associação, análise de correspondência e análise de correspondência múltipla demonstrou forte associação entre um maior número de *covenants* e os períodos posteriores à adoção das normas internacionais de contabilidade. Entretanto este crescimento foi constatado apenas para cláusulas restritivas de segurança e não contábeis, excluindo as cláusulas com números contábeis. Resultados adicionais mostraram que setores mais propensos a fomento governamental como infraestrutura, logística e construção apresentam maior número de cláusulas restritivas, o que indica maior receio de fornecedores de capital. Variáveis adicionais dos contratos como prazo de vencimento do contrato e presença de órgãos reguladores não apresentaram resultados significativos. Posto isso, a tese apresenta resultados de que a implantação das normas internacionais de contabilidade modificou a estrutura dos contratos de dívida, com aumento de cláusulas de segurança e não contábeis e perda proporcional de relevância dos números contábeis nestes contratos. Os achados estão em linha com pesquisas internacionais recentes que identificaram redução da utilização da informação contábil nos mercados de crédito, muito por conta do receio por parte dos credores dos critérios de julgamento permitidos pelas normas internacionais de contabilidade.

Palavras-chave: Finanças, *Covenants*. Mercado de crédito., Padrões e Normas Contábeis

ABSTRACT

Beiruth, A. X. (2015). *Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil*. Tese de Doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

This study aims to analyze the changes in the structure of the restrictive clauses in debt agreements of the companies issuing debentures due to the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS) in Brazil. Additionally we seek to understand what are the economic consequences of this adoption on variables and sectors of such contracts that use resources from third parties. To reach this goal we investigated debt contracts of public and private companies and that issued debentures between the years 2006-2008 and 2011-2014 to analyze the periods before and after the adoption of IFRS. With data collection performed from contract was formed a database with 126 contracts being 78 prior to adoption of IFRS and 48 post-event. The application of the statistical techniques correspondence analysis and multiple correspondence analysis showed a strong association between a larger number of covenants and the periods after the adoption of international accounting standards. However this growth was observed only for restrictive covenants security and non-accounting, excluding clauses with accounting numbers. Additional results showed that the most likely sectors to government promotion such as infrastructure, logistics and construction with highest number of restrictive clauses which indicates greater fears of capital providers. Additional variables of contracts as contract maturity and presence of regulators were not significant. That said, the thesis presents results of the implementation of international accounting standards changed the structure of the debt contracts, an increase of security non-accounting covenants and a proportional loss of relevance of accounting numbers in these contracts. The findings are in line with recent international research that identified reduction in the use of accounting information in the credit markets, much due to the fear by creditors of the judging criteria allowed by international accounting standards.

Keywords: Finance, Covenants. Credit market, Accounting Standards

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Subdivisão das categorias de <i>covenants</i>	27
Quadro 2 - Resumo dos principais estudos sobre <i>covenants</i>	47
Quadro 3 - Resumo de estudos sobre adoção das IFRS e seus impactos.....	60
Quadro 4 - Esquematização da metodologia.....	79

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Subdivisão da amostra	80
Tabela 2- Estatística descritiva.....	81
Tabela 3 - Número de <i>Covenants</i> contábeis por contrato	82
Tabela 4 – Setor de Atuação por Ano	83
Tabela 5 - Teste t e teste de igualdade de variâncias para total de <i>Covenants</i>	84
Tabela 6 - Teste t e Teste de igualdade de variâncias para <i>Covenants</i> de segurança.....	84
Tabela 7- Teste t e teste de igualdade de variâncias para <i>Covenants</i> não contábeis.....	84
Tabela 8 - Teste t e teste de igualdade de variâncias para <i>Covenants</i> contábeis.....	85
Tabela 9 - Total de <i>Covenants</i> por ano	86
Tabela 10 - Análise de correspondência - total de <i>Covenants</i> por ano	87
Tabela 11 - Análise de correspondência – <i>Covenants</i> de segurança por ano.....	89
Tabela 12 - Análise de correspondência – <i>Covenants</i> não contábeis por ano.....	89
Tabela 13 - Tabela setor de atuação x ano	93
Tabela 14 - Análise de correspondência múltipla – total de <i>Covenants</i> por setor	94
Tabela 15 - Resíduos estatísticos por setor	97
Tabela 16 - Teste t – prazo dos contratos antes e depois das IFRS.....	98

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Mapa perceptual - número de <i>Covenants</i> por ano	88
Figura 2 - Mapa perceptual - número de <i>Covenants</i> de segurança por ano	90
Figura 3 - Mapa perceptual - número de <i>Covenants</i> x setor	94
Figura 4 - Mapa perceptual - número de <i>Covenants</i> x setor x ano.....	95
Figura 5 - Gráfico de massa – setor x número de <i>Covenants</i>	96

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACM: Análise de Correspondência Múltipla

ADR: *American Depositary Receipt*

ANACOR: Análise de Correspondência

ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

BACEN: Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuros do Estado de São Paulo

BNDES: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CFC: Conselho Federal de Contabilidade

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DFs: Demonstrações Financeiras

FASB: *Financial Accounting Standards Board*

GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*

HOMALS: Análise de Homogeneidade

IAS: *International Accounting Standard*

IASB: *International Accounting Standards Board*

IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

OLS: *Ordinary Least Squares*

PL: Patrimônio Líquido

ROA: *Return on Assets*

ROE: *Return on Equity*

S.A.: Sociedade por Ações

SEC: *Securities and Exchange Commission*

SND: Sistema Nacional de Debêntures

SUSEP: Superintendência de Seguros Privados

UK-GAAP: *Generally Accepted Accounting Practice in the UK*

US-GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
1.1	Problema de pesquisa	17
1.2	Objetivo da pesquisa.....	19
1.3	Contribuições da pesquisa	21
1.3.1	Interdisciplinaridade do estudo.....	22
1.4	Justificativa e limitações do estudo	23
1.5	Estrutura do trabalho.....	24
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	25
2.1	<i>Covenants</i>	25
2.1.1	Importância de estudo dos <i>covenants</i>	29
2.1.2	<i>Covenants</i> e conflito de agência	30
2.1.3	<i>Covenants</i> contábeis	37
2.1.4	<i>Covenants</i> e contratos financeiros	42
2.2	Importância dos <i>covenants</i> para proteção do credor.....	44
2.3	IFRS.....	48
2.3.1	IFRS no Brasil	49
2.3.2	Impactos da adoção das IFRS no contexto financeiro.....	53
2.3.3	Impactos da adoção das IFRS nas demonstrações financeiras	57
2.4	IFRS e cláusulas restritivas.....	60
2.5	Consequências econômicas da adoção das IFRS nas cláusulas restritivas.....	66
2.6	Debêntures	68
3	MÉTODO DA PESQUISA	71
3.1	Abordagem utilizada.....	71
3.2	Coleta de dados.....	72
3.3	Construção das hipóteses de pesquisa	74
3.4	Classificação dos dados	75
3.5	Plano de análise dos dados	76
4	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	80
4.1	Estatísticas descritivas	80
4.2	Resultados das hipóteses de pesquisa	83
4.3	Resultados e consequências econômicas	92
5	CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS	101
	REFERÊNCIAS	106

1 INTRODUÇÃO

A presente tese busca entender e analisar os impactos causados na estrutura das cláusulas restritivas, presentes nos contratos de dívida, por consequência da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (*International Financial Reporting Standards* - IFRS) no Brasil. Adicionalmente é de interesse da pesquisa relacionar estas mudanças estruturais nas cláusulas restritivas com consequências econômicas enfrentadas por empresas que buscam captar recursos por meio do capital de terceiros após a implantação das normas internacionais de contabilidade.

Pesquisas recentes têm buscado estudar o impacto da adoção das IFRS no contexto mundial dada a implantação das IFRS em diversos países nos últimos anos. Contudo, os estudos a respeito das IFRS têm se concentrado no impacto das IFRS para os mercados de capitais, o que abre espaço para a pesquisa em mercados de crédito e em mudanças causadas na relação existente entre o credor e o tomador de recursos. Armstrong, Barth, Jagolinzer, e Riedl (2010) destacam que a literatura sobre o desenho dos contratos de crédito é nova e crescente, o que se potencializa com a adoção das IFRS e seus impactos nas demonstrações contábeis e, como consequência, nos contratos de crédito.

O financiamento por parte das empresas via capital de terceiros/acionistas minoritários é importante no desenvolvimento de suas atividades de forma individual, e para o desenvolvimento da economia e dos mercados financeiros mundiais. O mercado de crédito corresponde a uma fonte de recursos substancial para empresas, sendo inclusive responsável por maior volume de recursos quando comparado ao mercado de capitais.

Dados do Banco Central e Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) mostram que a captação de recursos no mercado por meio de debêntures (mercado de crédito) corresponde a aproximadamente quatro vezes o volume captado por meio da emissão de ações no período de 2011 a 2014. A relevância e impacto destes dados reforçam a importância de se estudar esta forma de financiamento para as empresas.

Dada a importância do mercado de crédito e volume das transações no mercado financeiro por meio desta modalidade de captação de recursos, surge uma relação de suma importância entre os tomadores de empréstimos (empresas) e os credores a ser estudada, visto que, nos contratos de dívida, o objetivo das empresas é obter o capital necessário para a realização de seus negócios e o dos credores é garantir o recebimento dos recursos emprestados acrescidos dos juros advindos da operação financeira.

Um dos pontos cruciais desta relação advém do fato da incerteza no recebimento dos recursos por parte dos credores, pois estes passam a enfrentar a possibilidade de não reaver seus recursos, em parte ou na totalidade, por conta da incapacidade ou não interesse de pagamento por parte dos tomadores de recursos. Para minimizar a possibilidade de dívidas não honradas, parte dos credores pode estabelecer certas exigências aos tomadores, denominadas *covenants*, que caso não sejam cumpridas podem levar ao pagamento antecipado da dívida, dentre outros aspectos punitivos.

Borges (1999) define *covenant*, no direito anglo-saxão como

(...) um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devam ou devam cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*). (p. 13)

O autor ainda destaca que o *covenant* constitui um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias com o objetivo do pagamento da dívida. Neste sentido, de acordo com Silva (2008), os *covenants* representam uma garantia adicional para os credores, além das tradicionais garantias exigidas.

A importância do estudo dos *covenants* nos contratos de dívida é tratada por Smith e Warner (1979) que sugerem que as cláusulas restritivas possuem um papel fundamental na redução dos problemas de agência entre empresas e credores no que se refere aos contratos de dívida. Smith e Warner (1979) mostram a possibilidade de se utilizar dados contábeis para a formulação de cláusulas restritivas nos contratos de crédito, com o objetivo de se restringir ações dos administradores e acionistas que vão de encontro aos interesses dos credores.

Com as definições pode-se dizer que os *covenants* são parte integrante dos contratos. Hobbes (1960) chama de contrato um acordo que envolve uma promessa de pelo menos uma das

partes a realizar no futuro determinada ação. Quando ambas as partes se comprometem a ter desempenho futuro, é um pacto de confiança mútua.

Tucker (1965) cita que a relação entre contrato e *covenant* é tão próxima que alguns bons trabalhos já chegaram de forma errônea a tratar os dois termos como sinônimos:

Uma estreita relação entre *covenant* e contrato geralmente é assumida, e muitos erroneamente usam "*covenant*" e "contrato" de forma quase intercambiável, mesmo MCCARTHY em seu excelente estudo sobre *covenant* e tratado não distinguiu "*covenant*" e "contrato", mas tratou os dois como sinônimos.¹ (p. 11)

Apesar deste mecanismo de proteção, existe um elevado número de empresas que mesmo estando sujeitas a estas cláusulas restritivas acabam por não conseguir honrar seus pagamentos com credores, o que acaba por gerar os pedidos de recuperação judicial e, em alguns casos, a posterior falência, o que demonstra certa vulnerabilidade das restrições impostas por parte dos emprestadores.

A vulnerabilidade dos *covenants* também é aumentada por conta do interesse de algumas empresas em alterar as demonstrações financeiras com o objetivo de “maquiá-las” e, desta forma, aparentar que atendem a parâmetros contábeis pré-determinados. Estudo realizado por DeFond e Jiambalvo (1994) mostra que as restrições ocasionadas pelos *covenants* afetam as escolhas contábeis no ano anterior e no ano da violação dos *covenants*.

DeFond e Jiambalvo (1994) comentam que, apesar de a falência não poder ser evitada por meio da manipulação das informações contábeis, administradores das companhias possuem interesse em realizar ajustes contábeis para inflar o lucro com o objetivo de aumentar seu poder de barganha em uma eventual renegociação de dívidas.

De acordo com a Teoria da Firma, acionistas e administradores possuem incentivos para sobrepor os interesses próprios em relação aos interesses de credores. Já os credores focam em proteger seu capital dos interesses particulares de acionistas e administradores. Watts e Zimmerman (1986) sugerem que os relatórios financeiros podem reduzir a assimetria de informação existente entre credores e fornecedores de capital.

¹ “A close relationship between *covenant* and *contract* generally is assumed, and many erroneously use ‘*covenant*’ and ‘*contract*’ almost interchangeably even MCCARTHY in his excellent study of *covenant* and *treaty* has not distinguished between ‘*covenant*’ and ‘*contract*’, but treated the two as synonym.”

Esta pesquisa tem interesse em analisar o apontamento feito por Watts e Zimmerman (1986) com relação a relatórios financeiros e assimetria de informação no contexto do mercado de crédito. O interesse surge, pois as restrições impostas por parte dos emprestadores de recursos podem ter se tornado vulneráveis ou sofrido modificações em alguns países, por conta da adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) em grandes mercados financeiros na primeira década do século.

Entretanto, no ano de 2010, a implantação das normas IFRS de forma obrigatória ocorreu no Brasil, mudou a estrutura das demonstrações financeiras das companhias de capital aberto, assim como alguns critérios de mensuração dos itens das demonstrações contábeis a serem divulgadas. Assim, a estrutura e parâmetros dos *covenants* existentes nos contratos de dívida devem se adequar à nova realidade contábil.

Com a adoção destas normas ocorreram mudanças na forma de mensuração e até mesmo no reconhecimento de determinados itens das demonstrações financeiras, o que levanta a possibilidade de mudanças na estrutura dos contratos de dívida, dada a maior possibilidade de incerteza nos números contábeis adotados como cláusulas e até mesmo desconhecimento das novas normas contábeis por parte dos responsáveis por elaborar os contratos de captação de recursos.

Houqe, Monem, e Clarkson (2013) mostram que a implantação das IFRS trouxe como efeitos a redução da assimetria informacional, melhora da qualidade da informação contábil e aumento da transparência e comparabilidade, além de impactar positivamente os mercados de capitais.

Guay e Verrecchia (2006) observam que se espera das empresas e dos credores serem capazes de escrever contratos que ajustem o viés esperado em números contábeis. Se isto estiver correto, os ajustes de *covenants* podem ser um substituto para evitar o viés presente nos relatórios financeiros.

A estrutura dos contratos de dívida pode ter se modificado em consequência da alteração de indicadores financeiros pré-estabelecidos nos contratos, aspectos relativos a liquidez e

endividamento por parte das empresas, assim como a modificação nos valores de itens do ativo, passivo e patrimônio líquido.

A adoção das normas internacionais de contabilidade mostra que o ambiente contábil mundial está passando por momentos de grande transformação. Carmo (2014) cita que eventos ocorridos nos últimos anos têm aumentado a atenção no processo regulatório do *International Accounting Standards Board* (IASB) e acelerado a expansão das normas internacionais de contabilidade, tais como:

- a) a decisão da União Europeia de tornar obrigatório o atendimento às normas expedidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) nos balanços consolidados das empresas da região;
- b) o acordo entre o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o IASB para a redução das divergências entre as normas expedidas pelos dois órgãos;
- c) a decisão da *Securities and Exchange Commission* (SEC) de permitir que as empresas estrangeiras com valores mobiliários negociados nas bolsas americanas possam apresentar suas demonstrações financeiras baseadas nas *International Financial Reporting Standards* (IFRS);
- d) a crise econômica global, iniciada em 2007 e que ainda assola as maiores economias mundiais.

Todavia a adoção de um novo padrão contábil ocasiona mudanças no processo contábil e consequentemente nos documentos que utilizam números contábeis, o que afeta as relações de negócios existentes entre os diversos usuários das demonstrações financeiras. Houque et al. (2013) destacam que a literatura a respeito das consequências e efeitos da adoção das normas IFRS varia entre os países.

Em relação aos padrões nacionais anteriores, as normas IFRS também fazem maior uso da contabilidade de valor justo, que tem várias propriedades que poderiam reduzir a eficácia das informações de balanço financeiro na contratação de dívida (Ball, Li, & Shivakumar, 2014). A adoção do valor justo pode ser considerada um fator negativo para os credores, posto suas características com viés de julgamento, o que potencializa decisões adversas aos credores por parte da administração da empresa.

Com a variação das consequências e efeitos da adoção das normas IFRS, o impacto que a adoção ocasiona nas demonstrações contábeis e a possibilidade de afetar a relação entre os usuários das informações financeiras, a necessidade de se estudar as modificações ocasionadas pela implantação das IFRS nos contratos de dívidas e *covenants* é explicitada e devidamente caracterizada como objeto de estudo relevante.

Christensen e Nikolaev (2012) destacam que *covenants* são desenhados para reduzir o conflito de agência associado aos conflitos de interesse entre credores e acionistas, e são um elemento chave dos contratos de dívida.

O não cumprimento destes contratos acaba por encarecer o custo dos empréstimos no mercado de forma geral e consequentemente o custo de capital das empresas, visto que a desconfiança se alastra pelo mercado, o que gera um aumento da taxa de juros cobrada pelo mercado para o fornecimento de recursos devido a maior possibilidade de não recebimento do capital emprestado.

Jensen e Meckling (1976) sugerem que as cláusulas restritivas são incluídas nos contratos de dívida como estratégia para restringir o oportunismo da administração da empresa. Os autores argumentam que, ao aceitar restringir o comportamento oportunístico futuro, o tomador de recursos pode reduzir os custos do empréstimo. Desta forma, o tomador de recursos enfrenta um *trade-off* entre reter a possibilidade futura de comportamento oportuno e obter uma taxa de juros mais baixa.

Relatório do Banco Mundial de 2005 – *Doing Business in 2005 – Removing Obstacles to Growth* mostra que o percentual de recuperação de crédito contra as empresas que tinham pedidos de recuperação judicial e falência antes de 2005 era de 2% (Djankov & McLiesh, 2005). Este percentual aumentou com o Decreto-lei 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial, Extrajudicial, Falência do Empresário e da Sociedade Empresária – “LRE”), mas ainda é pequeno, o que torna importantes mecanismos que reduzam a possibilidade do não recebimento por parte dos emprestadores.

Ressaltando o anteriormente exposto, Fernandes (2007) destaca que a dívida das empresas é, de modo geral, formalizada em contratos escritos que a regulam e que, em muitos casos, impõem certo tipo de restrições à empresa - *covenants*. Parcela destas cláusulas está associada

à informação contábil, já que as cláusulas, em parte, baseiam-se em indicadores contábeis. Assim, os gestores podem ser incentivados a gerir os resultados de modo a evitar as penalizações previstas nos *covenants*.

Armstrong et al. (2010) levantam aspectos importantes a respeito dos interesses de credores e acionistas com relação à informação contábil. Credores buscam informações que lhes garantam o recebimento e a viabilidade das garantias dos empréstimos fornecidos. Já acionistas buscam informações sobre a saúde financeira da empresa e sua rentabilidade.

O presente estudo busca suprir lacuna existente na literatura e ampliar estudos anteriores para entender quais os efeitos causados nos contratos de dívidas emitidos por empresas no Brasil, mais especificamente nas cláusulas restritivas, com a implantação das IFRS.

1.1 Problema de pesquisa

Para Niyama (2005), o Brasil incorporou práticas contábeis empregadas nos mercados de capitais mais desenvolvidos, as quais têm a maior preocupação de prestar informações aos acionistas e não aos credores. Assim, apesar da normatização para fins tributários, os relatórios contábeis das empresas brasileiras não são exatamente para atender aos bancos e ao governo, o que dificulta a obtenção de informações e aumenta a possibilidade de conflitos de agência e incerteza no recebimento por parte dos credores.

Cláusulas de proteção são elaboradas com o intuito de evitar que as empresas tomadoras de recursos não tenham condições suficientes para realizar o pagamento de seus empréstimos, e com isso evitar o prejuízo por parte dos fornecedores de capital. Silva (2008) destaca que, apesar de restringir decisões financeiras, de investimento e operacionais dos administradores, os *covenants*, se bem utilizados, possibilitam a redução do risco de não recebimento do valor emprestado pelo credor, bem como a redução do custo da dívida para o devedor.

Dhaliwal, Salamon, e Smith (1982), em estudo realizado anteriormente à implantação das IFRS, argumentam que os métodos contábeis e práticas utilizadas nos contratos financeiros da época estão associados à alavancagem financeira, porque existem cláusulas restritivas nos contratos de crédito da empresa. Os contratos de financiamento geralmente incluíam cláusulas

que restringiam o nível de índices financeiros, tais como alavancagem, liquidez e rentabilidade.

Hail, Leuz, e Wisocki (2010) descrevem a adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) pela primeira vez como um período propenso para realização de grandes mudanças nas práticas contábeis em um curto período de tempo. Esta mudança de práticas contábeis pode acabar por afetar fortemente as cláusulas de proteção, pois sendo estas cláusulas, em parte, obtidas por meio de indicadores contábeis, uma mudança de práticas afetaria os indicadores e consequentemente acordos entre credores e tomadores de recursos.

A pesquisa a ser realizada tem interesse em unir duas vertentes de estudos: *covenants* e adoção das IFRS no Brasil. Este contexto será estudado por meio da análise de contratos de captação de recursos por parte de empresas antes e depois da adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, buscando relacionar as cláusulas destes contratos e suas mudanças antes e depois das IFRS. Para o estudo foi utilizado o período pré-IFRS de 2006 a 2008 e pós-IFRS de 2011 a 2014.

Com as ideias iniciais introduzidas tem-se a tese defendida neste trabalho:

A estrutura das cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívida se modificou com a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

Com o exposto acima, o presente estudo analisa um conjunto de empresas, por meio de contratos de emissão de debêntures e obter resultados a respeito das modificações que ocorreram na estrutura das cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívidas das empresas com a adoção das IFRS no Brasil.

Desta forma pretende-se responder à seguinte questão de pesquisa: **Quais mudanças ocorreram nas cláusulas restritivas e qual a relação entre as mudanças e os contextos contratual e econômico após a implantação das Normas IFRS no Brasil?**

1.2 Objetivo da pesquisa

Com o estudo, espera-se apresentar as mudanças ocorridas nos contratos de dívidas quanto à utilização de cláusulas restritivas e às consequências econômicas ocasionadas por estas mudanças contratuais advindas das IFRS. O enfoque da pesquisa é buscar entender como o mercado financeiro se adaptou à nova realidade das demonstrações financeiras.

A captação de recursos por parte das empresas ocorre quando os credores possuem confiança no recebimento dos valores emprestados e as cláusulas restritivas buscam garantir o recebimento destes valores em situações de anormalidade do decurso natural da empresa como o caso da falência ou de outros cenários de dificuldade no recebimento.

Mansi, Qi e Wald (2013) revelam que a quantidade de *covenants* presentes em um contrato pode ser positivamente relacionada com a probabilidade de falência, porém o número efetivo de cláusulas utilizadas pode reduzir o risco de falência e com isso garantir o recebimento dos valores emprestados.

Considerando que a utilização global de *covenants* não está significativamente relacionada com a probabilidade de falência, o valor previsto de *covenants* tem uma relação positiva e significativa à falência. Assim, as empresas que preveem utilizar mais *covenants* são mais arriscadas, embora as empresas que realmente usam cláusulas restritivas não são as mais propensas de ir à falência. Além disso, o número real de *covenants* utilizados após correção para os *covenants* preditivos está negativamente relacionado com a probabilidade de falência. Esta evidência é consistente com a ideia de que a maioria dos *covenants* ajuda a reduzir o risco de falência, reduzindo os custos de agência para as empresas de maior risco.² (p. 3)

O estudo busca captar as modificações realizadas nos contratos firmados entre credores e fornecedores de capital, em termos de cláusulas restritivas, em uma janela temporal que abrange o período pré e pós-IFRS e analisar a relação destas mudanças com a adoção das IFRS no Brasil. Estas modificações são captadas por meio de testes estatísticos verificadores das classificações dos *covenants* antes e depois da implantação das normas IFRS no Brasil. Com as modificações explicitadas, foram analisadas possíveis consequências econômicas no contexto das alterações nas cláusulas restritivas.

² “Whereas the overall use of covenants is not significantly related to the probability of bankruptcy, the predicted value of covenants has a significant positive relation to bankruptcy. Thus, firms that we predict would use more covenants are riskier even though firms that actually use covenants are no more likely to go bankrupt. Moreover, the actual number of covenants used after correcting for the predicted covenant is negatively related to the probability of bankruptcy. This evidence is consistent with the idea that most covenants help reduce bankruptcy risk by reducing agency costs for riskier firms.”

As características do mercado brasileiro auxiliam nas condições para a realização do estudo, posto que o Brasil possui baixa proteção ao credor, baixo *enforcement* legal, grande quantidade de empresas se utilizando do mercado de crédito para a realização de financiamento e, por fim, mudança recente para as normas contábeis internacionais.

A implantação das normas internacionais no Brasil pode ser subdividida em três períodos, pré-adoção (antes de 2008), fase de adoção (2008 e 2009) e pós-adoção (2010 em diante). A definição clara destes períodos auxilia no estudo e separação da amostra.

De acordo com Brüggemann, Hitz, e Sellhorn (2013), os principais desafios ao se realizar esta modalidade de estudo são a falta de literatura e trabalhos existentes para se analisar os impactos nos contratos com a adoção das IFRS, a dificuldade de se obter informação relevante a respeito dos contratos de dívida e a possibilidade de as mudanças ocorrerem apenas em determinadas empresas ou setores, o que dificultaria a visualização em grandes amostras.

O estudo buscou analisar contratos de debêntures realizados nos períodos de 2006-2008 para efeitos pré-IFRS e posteriores a 2010 para efeitos pós-IFRS. Os contratos abrangeram os diversos setores da economia brasileira, sem foco específico em determinado setor, com o intuito de capturar as modificações dos contratos de debêntures de forma mais abrangente, e não focada em determinado setor ou segmento da economia, entretanto podendo ser analisadas consequências econômicas para setores específicos.

Brüggemann, Hitz, e Sellhorn (2013) ressaltam a importância do estudo dos *covenants* com a adoção das IFRS destacando que as mudanças causadas pela adoção das normas internacionais devem ocasionar ajustes corretivos, modificações na frequência de certas cláusulas e possíveis renegociações de contratos entre as partes.

Ball, Li, e Shivakumar (2013) destacam o aumento do risco, tanto para credores quanto para tomadores de recursos, causado pela incerteza existente com a implantação das IFRS que podem ocasionar uma redução na eficiência dos *covenants* embasados nos números contábeis por ocasião de possíveis impactos nos números contábeis apenas por conta de mudanças na forma de contabilização.

De forma resumida, a importância da investigação dos impactos causados pela implantação das normas internacionais no mercado brasileiro sob a ótica dos contratos de crédito pode ser descrita nas seguintes frentes: a) relevância das alterações ocasionadas pela adoção das IFRS nos contratos de crédito; b) importância do mercado de crédito para captação de recursos; c) baixa quantidade de literatura a respeito do tema, principalmente no contexto brasileiro.

1.3 Contribuições da pesquisa

A literatura relativa à adoção das normas IFRS e seus efeitos no mercado de crédito e capitais é atual e está em crescimento. Com a implantação das IFRS no mercado europeu em 2005 estudos na área começaram a despontar. No cenário brasileiro, a linha de pesquisa a respeito das IFRS tem sido crescentemente explorada nos últimos anos, entretanto a literatura nacional a respeito de *covenants* é escassa.

O estudo propõe-se a unir *covenants* e a adoção das IFRS no Brasil, buscando entender os impactos causados pelas IFRS nas cláusulas restritivas, auxiliando no debate das mudanças econômicas ocasionadas pela adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, com foco no mercado de crédito.

A presente tese apresenta contribuições para a literatura do mercado de crédito e cláusulas restritivas. Primeiramente o estudo busca mostrar mudanças estruturais das cláusulas restritivas nos contratos de crédito praticados no Brasil. A tese também ressalta os efeitos ocasionados por conta da adoção das IFRS nas cláusulas restritivas e, por fim, expande a literatura a respeito da relevância da informação contábil nos contratos de crédito e sua capacidade de modificar o contexto econômico da captação de recursos.

Ball, Robin, e Sadka (2008) destacam que os relatórios contábeis possuem maior influência do mercado de crédito em relação ao mercado de capitais, o que aumenta a importância de se buscar entender a reação dos credores e contratos de dívida quando ocorrem mudanças nos padrões contábeis adotados.

Com isso a pesquisa auxiliará a expandir resultados a respeito da adoção das normas IFRS no Brasil no mercado de crédito, que tem tido menor apelo acadêmico nas pesquisas em contabilidade quando comparado às pesquisas no mercado de capitais, conforme destacado por Kothari (2001).

Cabe ressaltar que pesquisas recentes a respeito dos efeitos da implantação das IFRS no mercado de crédito têm buscado avaliar consequências da adoção nas taxas de juros, prazo da dívida, qualidade da informação contábil e conflito de agência. A estruturação dos *covenants* e mecanismos de mitigação de risco têm sido pouco explorados pela literatura na área.

Graham, Leary, e Roberts (2014) mostram que mesmo em tempos anteriores à implantação das IFRS pesquisas relacionando regulamentações contábeis e decisões de financiamento são escassas, o que aumenta a importância do presente estudo.

1.3.1 Interdisciplinaridade do estudo

A presente pesquisa tem como objeto de estudo tema inter-relacionado com distintas áreas do conhecimento. Ao estudar as modificações estruturais nas cláusulas restritivas com a implantação das normas internacionais de contabilidade no Brasil e suas consequências econômicas, o estudo abrange aspectos do Direito, das Ciências Contábeis e das Ciências Econômicas.

No campo do Direito, pode-se destacar o estudo das cláusulas restritivas nos contratos de dívida, em que foram pesquisados aspectos jurídicos da importância dessas cláusulas e como elas são trabalhadas nos contratos de captação de recursos por parte das empresas. Entender os diversos tipos de cláusulas, assim como sua essência jurídica de proteção para os fornecedores de capital, só é possível ao estudar o conceito e embasamento jurídico para a preparação destas cláusulas.

As Ciências Contábeis são estudadas sob a ótica da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil, buscando-se entender o cenário para a adoção destas normas, assim como consequências positivas e negativas da implantação no mercado de capitais e principalmente no mercado de crédito.

E no campo das Ciências Econômicas foram pesquisadas as consequências econômicas ocasionadas por conta das possíveis modificações estruturais das cláusulas restritivas, que acabam por afetar os contratos de dívidas das empresas brasileiras.

A inter-relação das áreas jurídica e contábil é fortemente estudada ao buscar analisar modificações contratuais, por metodologia estatística, entre períodos em que contratos de dívidas consideravam normas contábeis anteriores às normas internacionais e posteriormente com contratos pautados nas normas internacionais.

A busca por relacionar mudanças na elaboração de cláusulas restritivas, principalmente as cláusulas embasadas em indicadores contábeis, com as modificações ocorridas nas normas contábeis deve gerar resultados de impacto, principalmente devido ao número de estudos relativamente baixo na interface mercado de crédito e IFRS.

Desta forma, o presente estudo ganha importância ao buscar contextualizar e relacionar diferentes áreas de estudo com tema de impacto ainda não estudado no mercado brasileiro de crédito, o que demonstra elementos interessantes para uma tese de doutoramento.

1.4 Justificativa e limitações do estudo

A adoção das normas internacionais de contabilidade e o impacto causado por este acontecimento nos demonstrativos financeiros e demais documentos e contratos que dependem de informação contábil é um dos aspectos fundamentais para justificar a realização desta pesquisa.

Todavia a escassez de estudos relativos a *covenants* no Brasil, mesmo com a relevância do mercado de crédito frente ao mercado de capitais é o fator preponderante para a realização do estudo. Analisar as mudanças ocasionadas na estrutura dos *covenants* nos contratos de crédito públicos com a adoção das IFRS mostra os efeitos das IFRS fora das demonstrações financeiras, mas com relevância similar, posto que contratos de créditos auxiliam as empresas a financiar suas operações e funcionamento.

Por fim, o estudo busca desmembrar os modelos de *covenants* mais utilizados no mercado de crédito brasileiro pós-IFRS, área com ausência de pesquisa e evidências, conforme citado por Silva (2008).

Para a realização do estudo e resposta à questão de pesquisa proposta ressaltam-se as seguintes delimitações:

- a) amostra será composta por empresas que emitiram debêntures. A escolha por estudar a captação de recursos advinda de debêntures é explicada por conta da dificuldade de buscar contratos de crédito privados e por conta da maior presença de *covenants* contábeis nos contratos de debêntures, conforme citado por Begley e Feltham (1999).
- b) o período de análise será de 2006 até 2008 e de 2011 até 2014, com o objetivo de capturar os efeitos da adoção das IFRS nas cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívida.

Com o escopo do estudo justificado e delimitado, os demais capítulos irão explicitar os principais aspectos da literatura e construção de metodologia para responder a questão de pesquisa.

1.5 Estrutura do trabalho

Postas as considerações iniciais, o trabalho está estruturado da seguinte forma:

- O primeiro capítulo demonstrou os pressupostos da pesquisa, a problemática, a importância e os objetivos que a guiarão.
- O segundo capítulo diz respeito à revisão da literatura, demonstrando a fundamentação teórica a respeito das cláusulas restritivas, IFRS e conflitos existentes entre tomadores e fornecedores de recursos.
- O terceiro apresenta o desenvolvimento da parte metodológica do estudo com o intuito de mostrar como a pesquisa foi realizada.
- O quarto capítulo verifica a parte empírica relacionada ao estudo, o que envolve atingir os objetivos propostos e responder ao problema de pesquisa.
- O último capítulo contém as considerações finais, seguido pelas referências bibliográficas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 *Covenants*

Nesta seção serão discutidos a importância dos *covenants* para a proteção do credor, assim como os principais problemas enfrentados por quem utiliza as cláusulas restritivas. As principais subdivisões de classes de *covenants*, a literatura que deu embasamento inicial ao tema e os estudos mais recentes também são objetos de estudo da seção.

A importância da relação existente entre *covenants* e contratos financeiros é pautada na tentativa de se evitar o não pagamento de dívidas ou até mesmo um pedido de recuperação judicial e posterior falência, o que impediria o recebimento de valores, encareceria e dificultaria transações financeiras. Smith e Warner (1979) destacam que os *covenants* são inseridos nos contratos de empréstimos com a função de mitigar os conflitos existentes na relação financiador-acionista, reduzindo os custos financeiros da operação e aumentando o valor total da empresa emprestadora.

Esses autores foram os primeiros a analisar os efeitos das cláusulas restritivas nos contratos, examinando a forma pela qual os contratos foram escritos para reduzir o conflito entre acionistas e credores. Smith e Warner (1979) identificaram quatro principais tipos de restrições contratuais: 1) cláusulas de ativo; 2) cláusulas de dividendos; 3) cláusulas de financiamento; 4) cláusulas sobre o pagamento e mostraram que as cláusulas têm o poder de reduzir em parte a assimetria de informações e conflitos de interesses existentes entre as partes.

Com a evolução dos estudos na área de *covenants* contratuais, outros aspectos ocasionados por conta das cláusulas restritivas passaram a ser de interesse dos pesquisadores. Conflito de agência entre credores e emprestadores, escolhas contábeis feitas pelas empresas e *covenants* mais utilizados por parte dos credores são temas estudados pelos acadêmicos dedicados a esta área de pesquisa.

Ramsay e Sidhu (1998) classificaram os *covenants* existentes nos contratos de dívida nas seguintes categorias:

- a) *Covenants* de Segurança – são cláusulas restritivas que busquem assegurar o vencimento antecipado da dívida e seu respectivo recebimento por parte dos credores em situações que gerem insegurança quanto ao futuro do negócio. São exemplos de cláusulas de segurança mais presentes nos contratos analisados:

- Intervenção, liquidação ou declaração de falência da Emissora.
- Prática, pela Emissora, de quaisquer atos em desacordo com seu Estatuto Social, bem como aqueles que possam, direta ou indiretamente, comprometer o pontual e integral cumprimento das obrigações assumidas na Escritura de Emissão.
- Não cumprimento, pela Emissora, de toda e qualquer obrigação não pecuniária prevista na Escritura de Emissão, não sanada em XX dias.

- b) *Covenants* baseados em dados contábeis – cláusulas embasadas em números ou indicadores contábeis. São exemplos de cláusulas baseadas em dados contábeis presentes nos contratos analisados:

- Dívida Líquida / EBITDA $\leq$ XX
- Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (“ICSD”) $\geq$ XX
- EBITDA/Despesas Financeiras $\geq$ XX

- c) *Covenants* baseados em dados não contábeis – cláusulas restritivas que busquem controlar aspectos não contábeis da empresa. São exemplos de cláusulas baseadas em dados não contábeis mais frequentes nos contratos analisados:

- Cisão, fusão ou incorporação, ou outra forma de reorganização societária envolvendo a Emissora, qualquer de suas controladas (diretas ou indiretas) e/ou seus controladores (diretos ou indiretos),
- Mudança do objeto social da Emissora
- Distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre o capital próprio, pela Emissora, se e enquanto a Companhia estiver inadimplente relativamente às obrigações previstas na Escritura de Emissão

As subdivisões das categorias com base na classificação de Ramsay e Sidhu (1998) estão presentes no Quadro 1:

<u>a) Covenants de Segurança</u>	<u>c) Covenants baseados em dados não contábeis:</u>
Garantia cruzada	Restrições sobre política de investimento e produção da empresa
Garantias fixas e flutuantes	Restrições sobre pagamento de dividendos e outras distribuições:
Hipotecas	Restrições sobre política de financiamento
Outras Garantias relacionadas a segurança da empresa	Modificação de taxa de juros em contratos de dívida
	Especificação de atividades de captação pela empresa
	Restrições sobre controle e propriedade
	Estrutura e transações em grupos de sociedades
<u>b) Covenants baseados em dados contábeis:</u>	
Dívida total Contratação de novas dívidas	
Dívida segurada Hipoteca ou penhor de ativos	
Cobertura de juros Direito de preferência para futuros financiamentos	
Índice de liquidez	
Outros	

Quadro 1 - Subdivisão das categorias de *covenants*

Mansi et al. (2013) ressaltam a ênfase dada pela literatura existente no modo da utilização dos *covenants* ser pautada no *trade-off* entre a perda de flexibilidade operacional e a redução dos custos financeiros combinado com o aumento da capacidade de aumento das dívidas.

A perda de flexibilidade operacional destacada pelos autores ocorre por conta de as cláusulas restritivas dificultarem as ações dos administradores da empresa, visto que a maioria das decisões operacionais, financeiras e de investimento que possam afetar negativamente o valor a ser recebido pelos financiadores são vetadas por estas cláusulas.

Zhang e Zhou (2015) citam estudos empíricos recentes sobre a contratação financeira de empréstimos e revelam que os *covenants* fortalecem os direitos dos credores e afetam significativamente o investimento das empresas (Chava & Roberts, 2008; Nini, Smith, & Sufi, 2009; Demiroglu & James, 2010), a estrutura de capital (Roberts & Sufi, 2009; Nini, Smith, & Sufi, 2012), e eficiência operacional e desempenho do preço das ações (Nini et al., 2012).

Costello (2011) encontrou resultados nos quais empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de *covenants* financeiros e baseados em indicadores por parte dos credores, posto que estes substituam as proteções por meio de cláusulas restritivas por outras, como preço do ativo e classificação de risco de crédito. A autora também concluiu

que as mudanças na estrutura dos contratos devido a fraquezas nos controles internos são distintas das mudanças ocasionadas por reapresentação das demonstrações contábeis, caso em que o nível de monitoramento é superior.

A respeito da utilização de *covenants* em momentos de crise financeira, D. E. Bradley e Roberts (2004) encontraram que resultados sobre empréstimos feitos durante períodos de depressão do mercado estão mais sujeitos a conter *covenants* restritivos, por conta do maior risco de mercado. O estudo permite inferir a relação positiva entre *covenants* e a busca por proteção do recebimento dos recursos fornecidos por meio de empréstimos e financiamentos.

A utilidade dos *covenants* como mecanismos de compromisso e proteção é destacada por Demerjian (2014) que cita que os *covenants* devem ter duas características: em primeiro lugar, ele deve fornecer um gatilho para a renegociação e, em segundo lugar, a medida utilizada no *covenant* deve ser informativa a respeito do valor futuro da empresa.

Shan, Tang, e Winton (2014) ressaltam um ponto-chave ao observar que, embora a violação de uma cláusula restritiva constitua uma inadimplência sobre o acordo da dívida, ele não aciona automaticamente os processos de falência, em vez disso, geralmente ocorre a renegociação entre o credor e o devedor com o intuito de se manter a empresa, sem que se tenha a necessidade do pedido de falência. Com isso, os autores destacam que *covenants* otimizadas deveriam trabalhar o *trade-off* entre necessidade de prevenir comportamentos exploradores contra os custos potenciais de renegociação.

A utilização dos *covenants* como mecanismo de auxílio ao fornecedor de recursos em um contrato de dívidas, na renegociação do recebimento da quantia fornecida, mostra a utilidade das cláusulas restritivas não só para garantir o cumprimento do contrato, como também para punir o credor caso este se encontre em dificuldades para cumpri-lo. Estas características tornam os *covenants* um importante ponto de estudo para o mercado de crédito e consequentemente para as finanças.

Em resumo, *covenants* são utilizados como meios de proteção por parte dos credores a fim de reduzir os conflitos existentes entre empresas e credores, e com isso garantir a realização de um maior número de transações no mercado financeiro, entretanto destaca-se também que as cláusulas restritivas geram um custo para estas transações.

2.1.1 Importância de estudo dos *covenants*

Estudos a respeito de *covenants* são bem difundidos pela comunidade acadêmica internacional, apesar da pouca literatura existente no Brasil. Os principais aspectos trabalhados na literatura de *covenants* no meio contábil são a respeito de *covenants* e modificações na informação contábil, conflito de agência e tomada de decisões.

Mather e Peirson (2006) mostram a importância dos estudos de *covenants* na Austrália, com os dois trabalhos mais citados no país na área de contabilidade e lá publicados, “*Accounting Information in the Market for Debt*” de Whittred e Zimmer (1986) e “*Restrictive Covenants and Accounting Information*” de Stokes e Leong (1988), trabalhos estes que investigaram a utilização de *covenants* financeiros na captação de recursos por parte de empresas.

Ainda sobre a relevância dos *covenants* para as finanças, Pinegar e Wilbritch (1989) lembram a pesquisa da revista americana Fortune que, realizada com os administradores das 500 maiores empresas americanas, mostrou os *covenants* como um fator preponderante na tomada de decisões financeiras. Posto isto, a escolha de cláusulas que não afetem a capacidade da empresa de buscar novos investidores ou que não afastem potenciais credores deve ser realizada de forma bem criteriosa.

O estudo a respeito das cláusulas restritivas também se mostra interessante ao retratar os impactos positivos para credores, acionistas e para a própria empresa tomadora de recursos, que a utilização de cláusulas restritivas bem delineadas ocasiona.

Nash, Netter, e Poulsen (2003) descrevem, como principal benefício a respeito da utilização de *covenants*, a redução de potenciais conflitos entre acionistas e credores:

Cláusulas restritivas primeiramente adicionam valor ao reduzir potenciais conflitos entre credores e acionistas. Acionistas em empresas alavancadas têm incentivos para empreender ações que transferem a riqueza dos detentores de bônus aos acionistas. Os credores antecipam esses conflitos de interesse e incorporam os custos em sua demanda por ativos financeiros.³ (p. 203).

³ “Debt covenants primarily add value by reducing potential conflicts between bondholders and stockholders. Stockholders in levered firms have incentives to undertake actions that transfer wealth from bondholders to stockholders. Debtholders anticipate these conflicts of interest and incorporate the costs into their demand for financial assets.”

Frank e Goyal (2009) enfatizam o momento em que uma firma decide utilizar o financiamento por dívida, quando ela está realocando alguns fluxos de caixa futuros que são esperados por seus acionistas em troca de caixa imediato para a continuidade de suas operações. Este cenário modifica a estrutura de liquidez e endividamento da empresa, o que requer maior atenção com o aspecto operacional da empresa e sua rentabilidade, que devem funcionar para possibilitar o pagamento dos empréstimos. Desta forma, *covenants* contábeis auxiliam no monitoramento das estruturas de liquidez e endividamento para alertar os credores contra possíveis dificuldades no ressarcimento dos recursos fornecidos.

A existência dos *covenants*, quando utilizados de maneira correta, acaba por funcionar como um redutor do risco de crédito nas operações de empréstimos, dado que o credor ou conjunto de credores podem impor limites na utilização dos recursos e com isso impedir o mau uso do capital de terceiros por parte dos administradores, o que tem como consequência indireta o aumento na probabilidade do recebimento dos recursos fornecidos por parte dos credores.

Desta forma, os *covenants* podem ser destacados como uma fonte de incentivo presente na atuação dos administradores, e Pereira, Bruni, Rocha, Lima Filho, e Faria (2010) sugerem entender estes incentivos na atuação dos administradores como ponto importante na pesquisa em contabilidade no Brasil.

2.1.2 *Covenants* e conflito de agência

A relação que passa a existir entre as empresas tomadoras de recursos e os emprestadores exige cautela de ambas as partes. O principal aspecto a ser defendido pelos emprestadores é a garantia do recebimento dos recursos fornecidos, já as empresas buscam a liberdade para atuar com a quantia emprestada de acordo com sua conveniência. Os *covenants* surgem para buscar reduzir este conflito de interesses entre as partes do contrato de dívida.

Guay (2008) contextualiza o conflito de agência entre credores e empresas de forma simplista:

Credores emprestam capital para as empresas. Depois de emprestar o capital, a principal preocupação dos credores é garantir que o seu capital finalmente voltou, com

juros. Se os credores esperassem que os gestores da empresa atuariam no melhor interesse dos credores em todos os estados do mundo, não haveria motivo para escrever contratos de dívida complexos; ou seja, os credores teriam de fazer um pequeno acompanhamento porque os gestores das empresas fariam sua melhor tentativa para garantir que os credores recebam seu capital com juros. No entanto, é sabido que os gestores nem sempre agem no melhor interesse dos credores. Em particular, os conflitos de agência possíveis entre gestores/acionistas e credores são originados de ações por parte das empresas que fazem com que os credores tenham alguma preocupação⁴. (p. 4).

A teoria econômica sugere que as empresas maiores, mais rentáveis, com maiores necessidades de financiamento e oportunidades de crescimento, com as operações mais internacionais e propriedade dispersa têm incentivos mais fortes para uma informação transparente com foco nos investidores externos (Daske, Hail, Leuz, & Verdi, 2013). A afirmação dos autores limita o número de empresas com foco na transparência com investidores e usuários das informações contábeis.

Pindyck e Rubinfeld (2006) definem o surgimento do conflito de agência quando os agentes perseguem seus próprios objetivos, e não os do principal. As cláusulas restritivas têm por objetivo proteger os interesses dos credores (principal) ante aos dos tomadores de recursos (agentes) nos contratos de dívida.

A relação existente entre *covenants* e conflito de agência advém do fato de os credores buscarem nos *covenants* um mecanismo para evitar o não recebimento dos empréstimos realizados. Teorias de contratos financeiros indicam que a justificativa para o uso de *covenants* é controlar conflitos de agência e definir direitos de controle. Smith e Warner (1979) argumentam que os *covenants* são usados para controlar o conflito do detentor do título da dívida e o acionista, e desta forma reduzir os custos de agência da dívida.

Guay (2008) diz que é sabido que, em ambientes caracterizados por uma probabilidade substancial de estresse financeiro, gestores podem tomar decisões que sejam vantajosas para os acionistas, em detrimento dos credores. Contratação de dívida e *covenants*, em particular,

⁴ “Creditors lend capital to firms. After lending the capital, the primary concern of creditors is to ensure that their capital is eventually returned, with interest. If the creditors expected that the firm’s managers would act in the creditors’ best interests in all states of the world, there would be little reason to write complex debt contracts; that is, the creditors would need to do little monitoring because the firms’ managers would make their best attempt to ensure that the creditors receive their capital with interest. However, it is well-known that managers will not always act in the best interests of creditors. In particular, agency conflicts can exist between managers/shareholders and creditors that give rise to actions by firms that cause creditors some concern.”

estão principalmente preocupados com a atribuição de direitos de decisão aos credores, em situações onde os gestores não podem ser confiáveis para maximizar o valor da empresa.

Ao se reduzir a preocupação de decisões vantajosas para os acionistas em detrimento aos credores, os *covenants* não só reduzem a preocupação dos credores como também acabam por reduzir o custo dos empréstimos por parte dos acionistas, dado que os *covenants* (quando bem elaborados) acabam por reduzir os riscos envolvidos na operação financeira.

Esta redução dos custos por parte dos acionistas é explicitada por Zhang e Zhou (2015) que identificaram que os *covenants* são empregados *ex-ante* a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Além disso, os autores encontraram resultados mostrando que as cláusulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência. Zhang e Zhou (2015) sugerem que os *covenants* do contrato são preventivamente projetados para capturar a eficiência *ex-post*.

Nash et al. (2003) escrevem que os conflitos entre credores e os sócios da empresa são concentrados em situações onde existe a incerteza de recebimento dos pagamentos prometidos pela firma aos credores.

Ertan e Karolyi (2014), em estudo pautado no mercado de capitais, encontraram resultados a respeito de acionistas que adquirem ativos com cláusulas restritivas, já com estimativa de custo de quebra destas cláusulas em 8,4% do valor investido, o que mostra a incerteza em investimentos pautados na injeção de capital para fins societários.

Com o intuito de reduzir esta incerteza a respeito do recebimento dos recursos, assim como do retorno sobre os investimentos realizados, os *covenants* são projetados para alertar aos fornecedores da dívida a respeito da atual situação e desempenho da empresa tomadora de recursos, o que auxilia no monitoramento e controle do pagamento e capacidade de pagamento da dívida.

Dichev e Skinner (2002) ressaltam que emprestadores utilizam as cláusulas restritivas como um sinal de alerta precoce para o controle estrito sobre o desempenho do tomador de recursos, o que implica que o conteúdo da informação e as consequências de violação das obrigações contratuais da dívida devem variar de acordo com as circunstâncias econômicas do tomador.

As circunstâncias econômicas do tomador, seu país de origem, legislação vigente, o prazo de duração do contrato dentre outros aspectos são balizadores dos custos de monitoramento enfrentados pelos fornecedores de capital.

Beatty, Weber, e Yu (2008) concluem que os custos de agência são suscetíveis de serem maiores quando o empréstimo tem maior quantidade de *covenants*, é de prazo mais longo, tem maior magnitude em relação ao tamanho da empresa e é rotativo.

O uso de *covenants* em contratos de dívida é significativamente influenciado pela ameaça de fraude gerencial e o *design* do contrato aparece eficientemente na avaliação de diferentes tipos de riscos de fraudes gerenciais (Chava, Kumar, & Wagar, 2010). Os credores buscam evitar fraudes, que em boa parte das ocasiões acabam por afetar a saúde financeira da empresa e por consequência a possibilidade de recebimento dos recursos.

Entretanto, a inclusão de cláusulas restritivas pode ocasionar outros conflitos e *trade-offs* entre a empresa e os detentores de títulos de dívida, com forte ênfase nas mudanças contábeis voluntárias por parte da empresa, denominadas na literatura por gerenciamento de resultados, com o intuito de não violar os *covenants*.

Com a utilização dos *covenants* por parte dos fornecedores de capital, os gestores e consequentemente as empresas podem ficar em dificuldade para tomar as decisões que tomariam sem a presença das cláusulas restritivas, o que pode ser prejudicial à empresa e acabar por gerar conflito entre as partes.

Lima (2007) mostra que, na Teoria de Escolhas Contábeis, há a ideia de *proxies* ou imperfeições de mercado que influenciam as escolhas contábeis por parte dos gestores, e que custos de agência se incluem nestas imperfeições assim como a assimetria da informação e externalidades.

O autor ressalta que essas *proxies* são devidas aos contratos entre os principais e os agentes não serem completos e a ausência de um mercado perfeito. Os custos de agência são relacionados com questões contratuais como remuneração dos gestores e declaração de dívidas.

De acordo com Paulo (2007), a informação contábil é influenciada por critérios alternativos de mensuração e evidenciação, o que inclusive aumentou com a adoção das normas internacionais, fazendo com que o administrador possa escolher entre normas e práticas permitidas pela regulação vigente, o que pode ocasionar gerenciamento de resultados. Este cenário aumenta a incerteza e desconfiança do credor em relação ao gestor dos recursos fornecidos.

As IFRS podem potencializar essa incerteza, a partir do momento em que optam por expandir aspectos de julgamento e valor preditivo para a contabilização de ativos e passivos, o que pode facilitar a explicação dos administradores a respeito da metodologia ou critério adotado na contabilização de determinados itens nos demonstrativos financeiros. A utilização dos aspectos de julgamento com o objetivo de modificar resultados é denominada gerenciamento de resultados.

No relativo às técnicas de gerenciamento, Martinez (2001) classifica a existência de três tipos de gerenciamento de resultados contábeis: *target earnings* que é o gerenciamento para melhorar ou piorar os resultados contábeis no intuito de alcançar metas estabelecidas, *income smoothing*, que é o gerenciamento visando à redução da variabilidade de resultados e o *take bath accounting*, que é o gerenciamento a fim de se reduzir os resultados contábeis, com o propósito de aumentar os resultados futuros. Contratos de dívidas bem delineados devem levar em consideração a possibilidade de ocorrência destas modalidades de gerenciamento ao serem elaborados.

Martinez (2013) comenta a respeito da classificação feita por Walker (2013), ao apreciar a literatura internacional sobre gerenciamento de resultados, na qual são identificados três conjuntos de incentivos que estimulam o uso de discricionariedades pela gestão nas escolhas e opções orientadas aos resultados contábeis. A classificação dos incentivos é feita da seguinte forma:

- 1) Para atingir termos contratuais ou metas relacionadas aos relatórios financeiros;
- 2) Para influenciar investidores externos e/ou intermediários financeiros na formação de expectativas sobre os fluxos de caixa e/ou percepção de risco da firma;

- 3) Para disponibilizar um conjunto de informações para partes externas (*third parties*) que estejam interessadas em identificar a saúde financeira da empresa, nesta se destacam concorrentes atuais e potenciais, clientes, fornecedores, empregados, reguladores, autoridades tributárias e grupos políticos.

Os credores são influenciados pelos itens 1 e 3 desta classificação e devem buscar identificar este gerenciamento para não ter problemas futuros. A junção de fatores como conflito de agência e gerenciamento de resultados pode causar o surgimento de cláusulas restritivas que pressionem os gestores da empresa na tomada de decisão.

Chava, Kumar, e Wagar (2010) estabelecem uma relação em que o “entrincheiramento” da gestão, por meio de cláusulas restritivas, tanto pode agravar quanto amenizar o risco de agência do detentor do contrato de dívida, visto que os gestores entrincheirados às vezes resistem ao oportunismo do acionista. Este fato ocorre, pois o “entrincheiramento” aumenta o uso de cláusulas que restringem a propensão da administração ao investimento mais arriscado, e assim sob a ótica do tomador torna o investimento ineficiente, o que beneficia o prestador.

No entanto, este “entrincheiramento” está negativamente relacionado com o pagamento de dividendos e *covenants* relacionados com a aquisição, pois os gestores com pouca mobilidade na tomada de decisões são naturalmente resistentes a aquisições, que podem ser benéficas à empresa e seus fornecedores de recursos.

Graham, Li, e Qiu (2008) encontraram resultados mostrando que empresas que republicaram as informações contábeis acabaram por ter *covenants* adicionais nos contratos de dívida posteriores à republicação. Este fato deve-se principalmente à perda de confiabilidade dos credores com a empresa.

A perda de confiabilidade pode afetar a autonomia dos administradores na tomada de decisões conforme demonstram Ferreira, Ferreira, e Mariano (2014) que analisaram as violações de *covenants* e seu impacto no conselho de administração das empresas e concluíram que violações nas cláusulas restritivas ocasionam um aumento médio de dois conselheiros independentes nas empresas.

Para evitar a perda de autonomia em seu negócio, gestores e empresas em alguns casos estão dispostos a pagar uma taxa de juros superior para evitar ultrapassar o limite dos *covenants* por meio da flexibilidade da contabilidade. Beatty, Ramesh, e Weber (2002) mostram resultados sugestivos em que os devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade da contabilidade.

O resultado da pesquisa de Beatty et al. (2002) mostra que o *spread* nos empréstimos que excluem mudanças contábeis voluntárias é de 84 pontos-base menor do que para aqueles que incluem essas mudanças. Este resultado sugere que os devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade da contabilidade que podem ajudá-los a evitar a violação das obrigações contratuais.

Entretanto, este aumento na taxa de juros pode ser perigoso, pois esta flexibilidade contábil pode tornar as demonstrações contábeis distintas da realidade da empresa e, com isso, dificultar o recebimento do empréstimo por parte dos fornecedores de capital. Smith (1993) e Watts e Zimmerman (1986, 1990) argumentam que os gestores podem usar oportunisticamente mudanças contábeis voluntárias para mudar a riqueza dos credores para os devedores, sem a violação dos *covenants*.

Desta forma, ocorre o *trade-off* dos fornecedores de capital entre baixas taxas de juros e maior controle por meio dos *covenants* ou maiores taxas de juros e permissão da flexibilização contábil. De acordo com Jensen e Meckling (1976), mudanças contábeis voluntárias aumentam o risco moral e os custos de seleção adversos associados com a dívida, e restrições sobre o uso de mudanças contábeis voluntárias devem resultar em uma redução de custos de contratação e juros com taxas mais baixas.

Jensen e Meckling (1976) ainda supõem a hipótese que os credores antecipam o risco moral e os custos de seleção adversa associados com mudanças contábeis voluntárias e protegem-se contra esta possibilidade.

Beatty et al. (2002) defendem que a restrição à capacidade de uma empresa para fazer mudanças contábeis voluntárias do cálculo do cumprimento dos *covenants* irá reduzir os custos de contratação da mesma forma associados com o acordo da dívida.

Outro aspecto restritivo dos *covenants*, que pode acabar por ser positivo para as empresas, é destacado por Reisel (2014) afirmando que *covenants* que restringem as atividades de financiamento da empresa podem reduzir de forma substancial o custo da dívida, já restrições nas atividades de investimento e vendas de ativos não afetam de forma significativa os custos da dívida.

Com isso, ao fornecer capital para empresas, os credores devem se atentar para incluir *covenants* e restrições às empresas na dose ideal, pois ao engessar demais as operações da empresa pode ser gerado um incentivo à manipulação dos números contábeis e, caso ocorra o contrário, onde o credor busque uma maior taxa de juros e deixe a empresa mais descompromissada com os *covenants* por meio da flexibilização dos números contábeis, pode acabar por não receber a totalidade dos recursos fornecidos.

2.1.3 *Covenants* contábeis

O estudo dos *covenants* no campo das ciências contábeis ganha relevância devido ao fato de estas cláusulas estarem presentes em boa parte dos contratos por meio de indicadores contábeis. Esta afirmação é destacada por Watts e Zimmerman (1986), que mostram uma forte relação entre os *covenants* e as informações contábeis, posto que os *covenants* são frequentemente escritos em termos de números contábeis.

As relações destacadas anteriormente por Watts e Zimmerman (1986) entre *covenants* e as informações contábeis é reforçada pela subdivisão criada por Mather e Peirson (2006) em que é destacado que os *covenants* podem ser divididos em dois grandes grupos: 1) *covenants* contábeis e 2) não contábeis. Esta subdivisão sugerida pelos pesquisadores mostra que as demonstrações contábeis são documentos com forte relevância e de futuro controle no momento da decisão por parte de instituições financeiras e outros credores ao fornecerem recursos para empresas.

Roberts e Sufi (2009) indicam que 96% das emissões privadas de dívidas contêm ao menos um *covenant* financeiro/contábil, dentre os quais os mais comuns são *covenants* que buscam proteção contra alavancagem financeira e também sobre cobertura de juros.

Dentre os *covenants* contábeis mais utilizados, estudos anteriores como os de Cotter (1998), Ramsay e Sidhu (1998) e Mather e Peirson (2006) destacam *covenants* embasados no nível de endividamento, no índice de cobertura de juros, índice de liquidez e pagamento de dividendos.

Assim como Mather e Peirson (2006), Christensen e Nikolaev (2012) mostram a função da contratação de *covenants* financeiros por meio da classificação desses em duas categorias, “*capital covenants*” e “*performance covenants*”.

Os autores argumentam que “*capital covenants*” controlam os problemas de agência mantendo recursos próprios da empresa de forma suficiente e, desta forma, alinhando os incentivos dos acionistas e credores, dependendo apenas de informações a respeito do uso do capital e informações do balanço patrimonial da empresa.

Já as “*performance covenants*”, de acordo com os autores, servem como ativadores que facilitam de forma mais rápida a transferência de controle e renegociação de dívidas quando a performance da empresa se deteriora. As “*performance covenants*” são formuladas em termos de indicadores de eficiência em períodos correntes. Estes indicadores são extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração do Fluxo de Caixa, em informações que podem ser combinadas com itens do Balanço Patrimonial.

Os resultados encontrados por Christensen e Nikolaev (2012) a respeito de *performance covenants* e *capital covenants* mostram caminhos distintos. Enquanto *performance covenants* apresentam uma relação positiva com a renegociação e número de *covenants*, além de serem fortes preditoras de futuras renegociações de contrato, as *capital covenants* apresentam relação negativa para estes aspectos.

Adicionalmente às *covenants* financeiras (*capital e performance*), Christensen e Nikolaev (2012) citam que os contratos de crédito geralmente contêm *covenants* negativas como, por exemplo, restrições ao pagamento de dividendos e gastos com investimentos e varreduras de caixa. As *covenants* negativas de acordo com resultados encontrados pelos autores são utilizadas em conjunto com as *performance covenants* para atuar nas restrições em certas ações da administração.

Ainda sobre a utilização de *covenants*, estudo realizado por Dichev e Skinner (2002) analisou uma amostra de contratos de dívidas privados em um horizonte de 10 anos nos Estados Unidos, e os *covenants* contábeis com maior índice de ocorrência na amostra foram os de Dívida/Fluxo de Caixa, Cobertura de Juros, Ativo Tangível, Patrimônio Líquido e Dívida/Ativo Tangível.

A análise destas contas e índices objetiva o monitoramento por parte dos credores da capacidade de pagamento das dívidas existentes por parte das empresas e com isso evitar que estas venham a recorrer a uma situação de pedido de recuperação judicial ou de falência, o que provavelmente viria a reduzir o montante da dívida a ser pago, e com isso ocasionaria perdas financeiras aos credores.

Demerjian (2014) examinou a relação existente entre incerteza e *covenants* financeiros nos contratos de dívida, com a hipótese de que os *covenants* financeiros são utilizados para limitar o efeito da incerteza. A incerteza do recebimento pode ser destacada como a principal razão para a qual são delineados os *covenants* financeiros, visto que a limitação de ação por parte da empresa tomadora de recursos, por meio de limites em seus números contábeis, pode ser checada com temporalidade, o que auxilia o fornecedor de recursos a verificar a situação do recebimento ou perceber a possibilidade de não reaver a quantia emprestada.

Demerjian (2014) ressalta que a média de *covenants* financeiros é de 2,5 por contrato e que apenas um pequeno percentual de contratos possui mais do que 4 *covenants* financeiros. Os resultados encontrados por Demerjian (2014) mostram que os *covenants* financeiros são apenas uma parcela da totalidade de *covenants* utilizados nos contratos de captação de recursos por parte das empresas.

Silva (2008), em pesquisa realizada no Brasil analisando títulos de longo prazo e emitidos por empresas de capital aberto no período de 2000 a 2006, identificou que, entre as 125 empresas analisadas, o número médio total de *covenants* contábeis por títulos de dívida foi de 2,5. O pesquisador ressalta que o número encontrado é um pouco superior àqueles indicados nos estudos realizados por Mather e Peirson (2006) e Watts e Zimmerman (1986), que corresponderam a 2,3 e 1,9 *covenants* contábeis por título, respectivamente.

Caso algum ou alguns dos *covenants* contábeis propostos pelo credor sejam violados, este pode impor algumas consequências por conta desta violação. Chen e Wei (1993) e Smith (1993) observam que as violações dos *covenants* geram opções aos emprestadores de requerer o pagamento imediato da dívida, mas também fornecem uma gama de alternativas aos credores que geralmente escolhem ações menos drásticas do que o pagamento imediato da dívida.

De acordo com Silva (2008) e Gopalakrishnan e Parkash (1995), as alternativas mais utilizadas por parte dos credores quando os *covenants* são violados são: 1) exigir o pagamento imediato da dívida ou a venda de ativos para pagar a dívida; 2) exigir a aceleração do prazo de pagamento da dívida; 3) transformar a dívida em participação acionária; 4) aumentar a taxa de juros; 5) restringir a contratação de novos empréstimos; 6) impor *covenants* adicionais.

Percebe-se que as alternativas supracitadas mostram que os credores aumentam seu poder de barganha ao ter um *covenant* violado no contrato de dívida. Esta violação acaba por gerar uma maior pressão sobre a empresa devedora, que pode acabar por aceitar novas condições menos favoráveis. As cláusulas com base em números contábeis são importantes neste aspecto, pois facilitam o controle por parte dos credores, sem a necessidade de participarem do cotidiano da empresa, mas analisando os demonstrativos financeiros da empresa.

Dichev e Skinner (2002) encontraram resultados nos quais as cláusulas restritivas são definidas relativamente de forma firme em acordos de crédito privado e que as violações do pacto da dívida são comuns (cerca de 30 por cento dos empréstimos têm pelo menos uma violação). Além disso, os autores mostraram que a maioria das violações cometidas pelas empresas não estão associadas a dificuldades financeiras.

Os autores concluem, embasados pelos resultados da pesquisa, que os credores privados utilizam a violação das obrigações contratuais da dívida como um dispositivo de rastreo e, com frequência, renunciam aos direitos que possuem com as violações ou redefinem os *covenants* sem impor sérias consequências sobre as empresas devedoras.

No lado oposto, Demiroglu e James (2010) destacam que uma série de estudos recentes documenta que a violação de *covenants* financeiros em empréstimos bancários leva à intervenção do credor, o que afeta significativamente as políticas financeiras e de

investimento da empresa tomadora. Por exemplo, Beneish e Press (1993) constatam que as violações dos *covenants* financeiros levam a modificações significativas para contratos de empréstimos em termos de taxas de juros mais altas e redução na disponibilidade de crédito.

Entretanto, a facilidade e clareza na utilização e confiança nos *covenants* contábeis são contestadas por Shumway (2001) que encontrou resultados, por meio da aplicação de técnica própria, de que aproximadamente metade dos indicadores contábeis utilizados para modelos de previsão de falência não são estatisticamente significantes como preditores de falência, o que pode gerar uma série de problemas para os fornecedores de capital.

A não previsão de falência ou de dificuldades financeiras por parte dos *covenants* contábeis pode gerar nos credores e responsáveis pela preparação nos contratos certo receio na sua utilização. Esta preocupação pode ser aumentada em uma época de transição de normas contábeis, quando a classificação dos itens de ativos e passivos se modifica, o que pode alterar a composição de certo índice financeiro pré-determinado em contrato.

Garleanu e Zwiebel (2009) citam que as condições mais utilizadas para a montagem das cláusulas restritivas são baseadas sobre o patrimônio líquido da empresa, capital de giro, alavancagem, cobertura de juros e fluxo de caixa envolvendo restrições à emissão de dívida, pagamento de dividendos, e investimentos, ou impondo ações como a aceleração dos pagamentos da dívida se a condição especificada é vinculada ao contrato.

A classificação de itens do patrimônio líquido, ativo e passivo circulante (que compõe os índices de capital de giro e alavancagem) foi modificada com a implantação das demonstrações contábeis em IFRS. Os ajustes ocasionados nas demonstrações por conta da implantação são discutidos de maneira considerável na literatura nacional e internacional nos últimos anos. Entretanto, menor destaque tem sido dado à decorrência destes ajustes nos contratos realizados no mercado financeiro que levam em consideração itens das demonstrações contábeis.

Begley e Feltham (1999) ressaltam que as empresas frequentemente levantam capital através da emissão de dívida e contratos de dívida geralmente incluem cláusulas que restringem as operações de empresa. Esses *covenants* são de interesse para pesquisadores de contabilidade

uma vez que boa parte dos *covenants* é expressa em termos de números contábeis ou itens das demonstrações financeiras, conforme também já destacado por Watts e Zimmerman (1986).

A restrição de operações citada por Begley e Feltham (1999), assim como outras consequências criadas por conta das cláusulas restritivas, podem estar, por conta da implantação das IFRS, ocorrendo quando não deveriam ou não estar sendo restringidas, devido às modificações contábeis ocorridas no período de transição para IFRS. Outro questionamento a ser levantado a respeito é a eficácia dos *covenants* antes utilizados com a implantação das IFRS.

Demerjian (2011) mostra que recentemente tem-se percebido uma queda na utilização de *covenants* com base em dados de balanço patrimonial, o que pode ser explicado, segundo hipótese do autor, pela mudança dos padrões contábeis, que tornou o balanço patrimonial menos útil em termos de contratos de dívida, o que vai contra os princípios citados pela adoção das IFRS, que buscaram aumentar a utilidade das demonstrações contábeis.

Frankel e Litov (2007) examinaram a relação entre as características da contabilidade financeira e os *covenants* contábeis e não encontraram resultados consistentes para relação entre *accruals* discricionários e temporalidade dos ganhos com a utilização de *covenants* embasados por indicadores contábeis.

2.1.4 *Covenants* e contratos financeiros

Qian e Strahan (2007) mostram que o impacto dos direitos dos credores nos empréstimos bancários depende das características do captador de recursos e do tamanho e tangibilidade dos ativos que ele tem a oferecer. A pesquisa de Qian e Strahan (2007) encontrou evidências que, em países com forte proteção ao credor, os empréstimos bancários estão associados com concentração de participação acionária, maior prazo de vencimento e menor taxa de juros e a existência de associação negativa entre taxa de juros cobrada e direito dos credores.

Li (2010) destaca que, na definição de lucro líquido nos contratos de dívida, são excluídos certos itens transitórios com o objetivo de o contrato ser eficiente, em uma base de empréstimos via instituições financeiras.

Bharath, Dahiya, Saunders, e Srinivasan (2009) encontram resultados em que, quando a relação entre prestador e tomador dos recursos se repete, existe uma tendência de queda no *spread* cobrado nas operações de crédito.

M. Bradley e Roberts (2004) documentaram uma relação positiva entre a inclusão de *covenants* e a maturidade do empréstimo em contratos de dívida privados. M. Bradley e Roberts (2004) destacam que empréstimos privados são mais propensos a incluir *covenants* de proteção quando o tomador é pequeno ou é muito alavancado, o estudo ainda mostra que empréstimos feitos a bancos de investimento incluem mais *covenants* de proteção, assim como empréstimos feitos em períodos de recessão.

Bharath, Sunder, e Sunder (2008) evidenciam, por meio de uma amostra de contratos de empréstimos de bancos, que a qualidade contábil impacta a contratação financeira, de modo que qualidade contábil baixa aumenta o rigor aos termos contratuais, o que leva a um aumento nos custos de capital.

Nikolaev (2010) destaca que credores privados, como bancos, são considerados monitoradores superiores com acesso direto às informações internas dos credores, quando comparados a outros credores.

Com o objetivo de relacionar a padronização dos contratos financeiros principalmente à padronização das cláusulas restritivas, Bozanic, Loumiotis, e Vasvari (2014) aplicaram a técnica de análise textual em uma grande amostra de *covenants* financeiros para medir a normalização destes *covenants* e descobriram que empréstimos securitizados possuem *covenants* mais padronizados. Os autores destacam que esta normalização aumenta a liquidez destes empréstimos tanto no mercado primário quanto no mercado secundário.

Choi e Triantis (2010) argumentam que os subscritores da dívida preferem padronização dos *covenants* para diminuir os custos de contratação e também porque subscritores podem não querer assumir o risco de assumir os *covenants* que foram negados pela justiça no passado.

2.2 Importância dos *covenants* para proteção do credor

A relação existente entre fornecedores de crédito e tomadores de recursos possui certa tensão, visto que os tomadores de recursos buscam crédito com objetivos diversos, que vão desde impulsionar os negócios já existentes, passando por criar novas frentes de mercado até cobrir despesas atrasadas necessárias à manutenção do negócio. Posto isto, os fornecedores de crédito buscam maneiras de maximizar a probabilidade de recebimento dos recursos emprestados e os *covenants* auxiliam neste objetivo.

Apesar da evolução das Leis Brasileiras a respeito de empresas em situação de dificuldade financeira, o recebimento de recursos fornecidos a empresas com problemas na continuidade de seus negócios ainda é ponto de atenção para os fornecedores de recursos. E a delineação das cláusulas restritivas também exerce papel importante no modo como as empresas aplicarão os recursos e, por consequência, na sua capacidade de pagamento futura.

Mather e Peirson (2006) mostram que negociar o pacote de *covenants* adequado no momento do acordo de empréstimos é importante para ambas as partes mas, que o controle não seja muito restritivo e sim bem delineado, é positivo:

Negociar o pacote apropriado de *covenants* a serem incluídos em um contrato de empréstimo é importante para o devedor e o credor. *Covenants* que não são adequadamente restritivos ou idealmente projetados não são suscetíveis de controlar o potencial oportunismo por parte do devedor. No entanto, se os *covenants* são muito restritivos acabam por ser suscetíveis de condicionar as estratégias de gestão ideal do devedor e podem até desencadear uma quebra que não se justifica. Relatos na imprensa financeira fornecem regularmente evidências anedóticas sobre a importância dos *covenants*.⁵ (p. 286).

Desta forma, delinear bem as cláusulas de proteção se torna ponto crucial para a relevância dos *covenants*, pois somente quando bem delineados sua efetividade auxilia na proteção do credor.

⁵ “Negotiating the appropriate package of covenants to be included in a loan agreement is important to the borrower and the lender. Covenants that are not appropriately restrictive or optimally designed are unlikely to control potential opportunism on the part of a borrower. However, if covenants are too restrictive, they are likely to constrain a borrower’s optimal management strategies and might even trigger a default that is not warranted. Reports in the financial press regularly provide anecdotal evidence about the importance of covenants.”

Dichev e Skinner (2002) citam a importância dos *covenants* para a proteção do credor por meio do aviso que o credor recebe quando o desempenho operacional da empresa se deteriora, pois com a queda do desempenho, *covenants*, quando bem delineados, são rapidamente violados, dando ao credor a possibilidade de reavaliar o empréstimo realizado. Com a violação dos *covenants*, os credores obtêm informações atualizadas da empresa, incluindo as previsões dos seus gestores sobre desempenho futuro, e decidem sobre uma ação em seu leque de alternativas.

Dichev e Skinner (2002) complementam que, se o credor acredita que a empresa continua a ser um bom risco, ele redefine a restrição, mais uma vez até um pouco abaixo do nível atual e mantém assim a sua capacidade de intervir em curto prazo, se o desempenho operacional se deteriorar ainda mais.

Ball, Hail, e Vasvari (2011), por meio de estudo com grande amostra global de títulos públicos de dívida, encontraram fortes evidências de que empresas estrangeiras listadas nas bolsas de valores americanas conseguem reduzir em 45 pontos base o *yield* pago nos contratos de dívida.

Os autores argumentam a importância desta conclusão embasados na afirmação de Henderson, Jegadeesh, e Weisbach (2006) que ressaltam os mercados de emissão de dívida como fonte de captação de recursos superior ao mercado acionário. Demerjian (2014) cita que, se a incerteza pudesse ser resolvida durante a fase inicial do contrato, as taxas de juros seriam inferiores.

Miller e Reisel (2011) mostram que os investidores americanos requerem maior *yield* e impõem maior quantidade de *covenants* restritivos a tomadores de recursos localizados em países com fraco controle de proteção ao crédito.

Gigler, Kanodia, Saprà, e Venugopalan (2009) destacam que *covenants* bem preparadas transferem os direitos de decisão dos detentores das ações para os detentores da dívida apenas em situações em que o futuro projetado da empresa pareça ser suficientemente ruim, nos demais casos os acionistas devem decidir a respeito da empresa.

Billett, King, e Mauer (2007) investigaram os efeitos na alavancagem, maturidade da dívida e *covenants* em oportunidades de crescimento da empresa via dívida. Os resultados mostram um aumento da proteção via *covenants* quando maior o endividamento, a alavancagem e o prazo da dívida. Os autores também encontraram resultados que mostram que os *covenants* podem mitigar os conflitos de agência existentes em empresas com alta oportunidade de crescimento via captação de recursos. Com isso as evidências sugerem que os fornecedores de capital usam *covenants* para controlar a relação acionistas/credores no exercício das opções de crescimento.

Smith e Warner (1979) documentam três grupos principais de *covenants*. O primeiro grupo limita o pagamento de dividendos e recompra de ações, o segundo limita a quantidade de financiamentos e outros tipos de dívida e o terceiro grupo busca restringir a política de investimentos.

Billett, King e Mauer(2007), em uma amostra com mais de 15.000 contratos de dívida entre 1960 e 2003, identificaram uma menor quantidade de *covenants* quando a dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado. Em contraste existe uma maior quantidade de *covenants* quando os emissores têm baixo *rating* e a dívida não tem prioridade no recebimento.

Os principais estudos a respeito dos *covenants* e sua evolução, que são relevantes para o desenvolvimento da tese, são citados de forma resumida no Quadro 2.

Autores	Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Smith e Warner	1979	Efeitos das clausulas restritivas nos contratos	Identificação de quatro principais tipos de restrições contratuais: 1) cláusulas de ativo; 2) cláusulas de dividendos; 3) cláusulas de financiamento; 4) cláusulas sobre o pagamento e mostraram que estas clausulas tem o poder de reduzir em parte a assimetria de informações e conflitos de interesses existentes entre as partes.
Costello	2011	Controles Internos e covenants	Empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de covenants financeiros e baseado em indicadores por parte dos credores
Bradley e Roberts	2004	Covenants e crise financeira	Empréstimos feitos durante períodos de depressão do mercado estão mais sujeitos a conter covenants restritivos, por conta do maior risco de mercado.
Zhang e Zhou	2013	Covenants e conflito de agência	Covenants são empregados ex-ante a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Clausulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência.
Beatty, Weber e Yu	2008	Covenants e conflito de agência	Custos de agência são suscetíveis de serem maiores quando o empréstimo tem mais convenants, é de prazo mais longo e é maior em relação ao tamanho da empresa
Graham et al	2008	Republicação de Balanços	Empresas que republicaram as informações contábeis acabaram por ter covenants adicionais nos contratos de dívida posteriores a republicação.
Beatty, Ramesh e Weber	2002	Covenants e Flexibilidade Contábil	Devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade da contabilidade. O spread nos empréstimos que excluem mudanças contábeis voluntárias é de 84 pontos-base menor do que para aqueles que incluem essas mudanças.
Christensen e Nikolaev	2012	Classificação de Covenants Financeiros	Classificação em duas categorias, “capital covenants” e “performance covenants”. Capital covenants controlam os problemas de agencia e performance covenants são formuladas em termos de indicadores de eficiência
Demerjian	2014	Incerteza e Covenants Financeiros	A incerteza do recebimento pode ser destacada como a principal razão para o qual são delineados os covenants financeiros. A media de covenants financeiros é de 2,5 por contrato e que apenas um pequeno percentual de contratos possui mais do que 4 covenants financeiros.
Ball, Hail e Vasvari	2011	Covenants e Títulos no mercado americano	Empresas estrangeiras listadas nas bolsas de valores americanas conseguem reduzir em 45 pontos base o yield pago nos contratos de dívida.
Smith e Warner	1979	Grupos de Covenants	Três grupos principais de covenants. O primeiro grupo limita o pagamento de dividendos e recompra de ações, o segundo limita a quantidade de financiamentos e outros tipos de dívida e o terceiro grupo busca restringir a política de investimentos.
Billett, King e Mauer	2007	Características do contrato e quantidade de covenants	Menor quantidade de covenants quando a dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado e uma maior quantidade de covenants quando os emissores têm baixo rating e a dívida não tem prioridade no recebimento.

Quadro 2 - Resumo dos principais estudos sobre *covenants*

2.3 IFRS

Esta seção busca abordar os trabalhos de referência sobre a introdução das IFRS para fins de apoio aos objetivos e interesses da presente tese. As IFRS foram criadas com o objetivo de ser um conjunto único de padrões contábeis adotados de forma generalizada pelas empresas ao redor do mundo.

Pacter (2003) lista alguns benefícios de um conjunto único de padrões contábeis em nível internacional:

- Facilidade de acesso ao mercado de capitais de outros países;
- Credibilidade do mercado doméstico perante investidores de outros países;
- Menor custo de capital para as companhias;
- Maior comparabilidade e transparência das informações contábeis entre países;
- Padrões menos sujeitos a pressões políticas internas.

A criação e adoção de normas internacionais e os benefícios supracitados só seriam possíveis por meio do suporte de um órgão normatizador forte e atuante, papel conquistado pelo IASB como ressalta Carmo (2014):

O International Accounting Standards Board – IASB é um organismo normatizador internacional, com sede em Londres no Reino Unido, criado com objetivo de elaborar normas internacionais de contabilidade, conhecidas como International Financial Reporting Standards – IFRS. As normas emitidas pelo IASB são adotadas integralmente ou parcialmente em mais de 120 países, entre eles o Brasil. Desde a sua reestruturação em 2001, quando passou a adotar a atual denominação, o normatizador internacional vem ganhando prestígio e visibilidade no ambiente empresarial e contábil, se consolidando como o principal agente da prática de divulgação de informações financeiro-contábeis das empresas ao redor do mundo. (p. 21).

Hung e Subramanyam (2007) citam que a adoção do padrão contábil internacional IFRS na União Europeia auxiliou o modelo contábil criado pelo IASB a se tornar mais aceito no mundo.

2.3.1 IFRS no Brasil

A adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil ocorreu por completo nas companhias abertas brasileiras para os demonstrativos financeiros no ano de 2010, de forma geral. Entretanto, Braga (2011) cita que a adoção do padrão IFRS no Brasil começou de direito a partir de 2008 com a promulgação da Decreto-lei 11.638/07.

Esse decreto-lei alterou de maneira significativa a seção contábil da Lei 6.404/76. Braga (2011, p. 40) ainda destaca “que a Instrução CVM 457/07 já estipulava que a partir de 2010 as demonstrações financeiras consolidadas deveriam ser elaboradas de acordo com o padrão IFRS. Além disso, destaca-se também que a CVM já vinha emitindo deliberações de natureza contábil em linha com as normas emitidas pelo IASB.”

O ambiente contábil brasileiro pré-IFRS é citado por J. Lima (2011) como conservador, derivado especialmente do regime tributário instituído. O autor complementa destacando que o ambiente institucional brasileiro pode ser caracterizado conforme a estrutura legal, pertencente ao arcabouço do direito romano (*code law*), no qual o governo (as instituições fiscais) constitui-se como principal órgão regulador do sistema, interferindo diretamente nos procedimentos e nas práticas contábeis para que se estabeleçam os regimes de tributação.

Antes da adoção, o Brasil tinha um regime contábil com prevalência de instruções deliberadas pelo governo e voltada para fins tributários e, somado a isto, com o mercado de capitais no Brasil apresentando características particulares frente aos mercados tidos como mais desenvolvidos.

Nesse cenário, as demais instituições de mercado (CVM) e de classe (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON, Conselho Federal de Contabilidade - CFC) somente participam no processo regulatório, auxiliando na criação de normas para a contabilidade brasileira.

Iudícibus (2010) corrobora esta visão citando que o estabelecimento de normas e padrões contábeis foi realizado em sua quase totalidade pelo governo, dado que órgãos correlatos e o setor privado tiveram pequena participação nesse processo. O autor destaca que este cenário resultou em uma forte vinculação entre os aspectos contábeis e tributários, estando os

primeiros subordinados à tomada de decisões destes últimos. Logo, a relevância da informação contábil das empresas nesse contexto torna-se menor para os *stakeholders*.

Para modificar o contexto citado, o Brasil buscou se adequar à realidade exigida pelo mercado financeiro internacional de maior transparência, padronização e uniformidade nas demonstrações contábeis e passou a adotar as normas internacionais de contabilidade.

Calixto (2010) fala a respeito das expectativas positivas quanto à adoção do padrão IFRS por resultar em mudanças fundamentais no ambiente de negócios, principalmente por acabar com a variedade de normas contábeis que as companhias devem seguir em cada país em que operam. A autora cita que, como há considerável variação na qualidade contábil e eficiência econômica entre os países, uma linguagem comum internacional poderá trazer grandes benefícios para a análise econômico-financeira das companhias de países e regiões diferentes.

A adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil iniciou-se a partir da promulgação do Decreto-lei 11.638/07, que marcou o início do processo de alteração dos pronunciamentos contábeis no país. As modificações nos normativos que regem as demonstrações financeiras para o modelo contábil internacional, representado pelos *International Financial Reporting Standards* (IFRS), foram realizadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e ratificadas por organismos reguladores como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Banco Central do Brasil (BACEN).

Braga (2011) ressalta que o CPC foi criado para centralizar o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre práticas contábeis, tendo em vista o processo de convergência ao padrão IFRS. O autor cita que o referido comitê é resultado de um convênio celebrado entre entidades que congregam contadores, auditores, analistas, empresas e pesquisadores, isso de acordo com o novo texto da Lei 6.385/76, em que a CVM, o Banco Central e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria.

Santos (2012) discorre que a CVM optou por introduzir uma transição gradativa para as IFRS no Brasil, em duas fases via regulamentação do Decreto-lei 11.638/07. Foi emitido um

conjunto de normas para a primeira fase, de “adoção inicial” da lei (CPCs 1 a 14) em 2008, ficando para 2010 a fase final, de “integral convergência” para o *full* IFRS.

A adoção completa das normas internacionais de contabilidade para as companhias de capital aberto ocorreu de forma obrigatória em 2010 após um período que se iniciou em 2008 com publicação facultativa. No continente europeu, desde 2005, todas as empresas abertas estão obrigadas a adotar as normas IFRS para publicação das suas demonstrações financeiras consolidadas.

O objetivo da adoção do novo padrão de contabilidade era o de transformar progressivamente os pronunciamentos contábeis anteriores a fim de corresponder às expectativas crescentes dos usuários da informação financeira (analistas, investidores, instituições financeiras, credores etc.).

Carmo (2014) cita que esse novo conjunto normativo deflagrou a maior revolução contábil dos últimos trinta anos no Brasil, iniciando um movimento de mudança de uma contabilidade amplamente baseada em regras fiscais, que até então vigorava, para um conjunto de normas internacionais baseadas em princípios, que enfatizam a essência econômica das operações e exigem dos profissionais envolvidos com a contabilidade alto grau de análise.

J. Lima (2011) cita como principais objetivos para que o movimento da contabilidade nacional esteja alinhado com os padrões internacionais:

- a) desvincular a contabilidade societária dos aspectos tributários e deixá-la focada nos interesses dos principais usuários externos (investidores e credores);
- b) fazer com o que o processo de normatização não seja fundamentado em atos normativos elaborados pelos órgãos governamentais, e sim em organismo cujos integrantes sejam empresas que produzam as informações contábeis, usuários dessas normas, contadores, analistas, investidores, bolsa de valores, auditores independentes e profissionais de investimento;
- c) fazer com que as normas contábeis brasileiras sejam convergentes com as normas internacionais, em especial com as do IASB, a fim de que as demonstrações financeiras das companhias nacionais sejam entendidas com facilidade em outros países;

- d) aumentar a transparência e a confiabilidade das informações financeiras a fim de possibilitar um custo mais baixo no acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas;
- e) estimular novos investimentos no mercado nacional; e
- f) aumentar o ganho de eficiência na elaboração das demonstrações contábeis.

Iudícibus, Martins, e Gelbcke (2009) citam as principais mudanças que decorrem do processo de internacionalização dos padrões contábeis no Brasil como sendo: primazia da essência sobre a forma, normas contábeis orientadas por princípios e necessidade do exercício do julgamento por parte dos profissionais de contabilidade.

Hail, Leuz, e Wysocki (2009) também citam como fator importante na adoção das IFRS a maior comparabilidade das demonstrações contábeis, o que pode também ter impacto nas decisões corporativas. O autor destaca que relatórios financeiros mais comparáveis permitem que empresas façam melhores escolhas de investimento em função do maior conhecimento das concorrentes.

Além disso, Hail et al. (2009) destacam que as empresas que possuem relatórios comparáveis podem negociar com fornecedores e clientes em outros países de maneira mais eficiente. O fato destacado por Hail et al. (2009) pode ser estendido à negociação com fornecedores de capital, posto que, com os mercados financeiros globalizados, o crédito pode ser concedido por instituições e investidores dos mais diversos mercados.

A respeito das vantagens da implantação da IFRS, no contexto global, Ball (2006) faz os seguintes apontamentos:

- i) As IFRS são de mais fácil compreensão e mais rigorosas quando comparadas à maioria dos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) locais. Assim, há uma maior segurança para os investidores no que se refere à confiabilidade da informação;
- ii) Os pequenos investidores ficam menos dependentes dos analistas profissionais, dado que a informação é de mais fácil leitura e de melhor qualidade. Há uma redução da assimetria de informação entre analistas e investidores;

- iii) Com a implantação de normas internacionais, a comparabilidade entre as empresas de vários países está garantida, pelo que se eliminam os custos de processamento de informação.

Em estudo recente, Santana, Sarquis, Lourenço, Salotti, e Murcia (2014) citam que a adoção das IFRS no Brasil aumentou a alocação de recursos e o potencial de diversificação dos portfólios de investimento. Os resultados deste estudo também mostraram que as condições de investimento no Brasil melhoraram, abrindo melhores oportunidades para investimentos estrangeiros no país, contribuindo para a globalização financeira e integração do mercado financeiro do país, o que destaca a importância macroeconômica do sistema de relatórios financeiros adotado.

A abertura de oportunidades para investimentos estrangeiros acaba por aumentar a quantidade de recursos presentes no mercado financeiro e, com isso, faz surgir novas oportunidades de alocação de investimentos, o que acaba por fomentar o mercado de crédito.

Vale ressaltar que as pesquisas a respeito dos impactos da adoção das IFRS na economia brasileira ainda são escassas, devido à adoção ser de 2010, o que impede a construção de bases de dados com vários períodos e tempo hábil para o desenvolvimento de muitos estudos.

2.3.2 Impactos da adoção das IFRS no contexto financeiro

Com a fase de implantação das normas internacionais de contabilidade tendo ocorrido na primeira parte da década inicial do século XXI em grande parte dos principais mercados, estudos a respeito dos impactos da implantação nas demonstrações financeiras, cenário econômico, mercado de ações e tomada de decisão foram realizados por diversos pesquisadores.

Daske, Hail, Leuz, e Verdi (2013) analisaram as consequências econômicas da adoção obrigatória das IFRS sobre a liquidez de mercado e custo de capital de companhias estabelecidas em 26 países. Em média, a liquidez no mercado aumentou ao longo do tempo com a introdução das IFRS, assim como o valor das empresas. Os autores identificaram um decréscimo no custo de capital.

Ernstberger e Vogler (2008) examinaram o impacto da adoção voluntária de princípios internacionais de contabilidade sobre o custo de capital, e seus resultados indicaram que o custo de capital em geral, estimado com base no modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), é significativamente baixo nos casos em que foram utilizados padrões internacionais de contabilidade.

Os resultados encontrados por Daske, Hail, Leuz, e Verdi (2008) e Ernstberger e Vogler (2008) a respeito do aumento da liquidez e decréscimo no custo de capital com a adoção das IFRS propiciam um mercado mais sujeito a novas possibilidades de negócio, posto que existe uma maior quantidade de recursos disponíveis com uma melhor taxa de juros.

Oskan, Singer, e You (2012) investigaram implicações contratuais com a transição para as IFRS, de modo mais específico a utilidade da informação contábil na remuneração de executivos, e concluem que as IFRS auxiliaram na melhoria da qualidade e comparabilidade dos lucros reportados, o que ajuda na mensuração de desempenho dos executivos.

A respeito das modificações causadas por conta da adoção das normas internacionais nos indicadores financeiros utilizados, Braga, de Araujo, da Silva Macedo, e Corrar (2011) concluem que houve mudança significativa (aumento) apenas no índice de endividamento com a reapresentação das demonstrações contábeis referentes ao exercício de 2007 de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil.

Em estudo com objetivo similar, Ferreira, Flores, Martins, e Sampaio (2015), por meio de regressões *pooled Ordinary Least Squares* (OLS), com janelas de tempo para períodos diversos, antes e depois da convergência para as IFRS, acharam evidências de que algumas variáveis contábeis têm um comportamento diferente, estatisticamente significante, antes e depois da mudança para as normas internacionais. O ativo total e o Patrimônio Líquido (PL) tendem a ter valores maiores. Consequentemente, *Return on Assets* (ROA) e *Return on Equity* (ROE) tendem a ter valores menores e PL/Valor de Mercado e alavancagem tendem também a ser maiores.

Ao avaliar o *value relevance* das IFRS, um pré-requisito é que a adoção das IFRS deve ter um impacto significativo nas demonstrações financeiras e nos indicadores financeiros destas

demonstrações (Stent, Bradbury, & Hooks, 2010). Com base nesta afirmação e nos achados dos estudos de Ferreira et al. (2015) e Braga et al. (2011), é crucial para os credores buscar maneiras de capturar via cláusulas restritivas estas modificações nos indicadores e números contábeis com o objetivo de não prejudicar seus interesses contratuais.

Cuijpers e Buijink (2005) examinaram empresas que adotaram as IFRS ou *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US-GAAP) antecipadamente e de forma mais recente. Eles sugerem que os analistas precisam de tempo para entender demonstrações financeiras de acordo com as novas normas. Os pesquisadores encontraram resultados em que empresas que adotaram padrões contábeis de forma mais recente têm maior previsão de dispersão nos números contábeis e cobertura inferior por parte de analistas, em comparação com empresas que adotaram os padrões contábeis, o que pode sugerir que parte dos benefícios de se adotar normas de contabilidade pode levar tempo.

Chen e Chin (2013) postulam que a adoção obrigatória das IFRS pode ter efeitos sobre provedores de empréstimo, pois elimina certas alternativas de contabilidade, o que reduz a possibilidade de modificação de informações contábeis e reduz as oportunidades de gerenciamento de resultados. A redução das possibilidades de gerenciamento de resultados por conta das IFRS acaba por encorajar investidores a buscar produtos financeiros de fornecimento de crédito.

Lourenço, Branco, e Almeida Delgado (2015) analisaram estudos que apresentam evidências empíricas de que a adoção das IFRS por empresas de diversos países do mundo tem um efeito positivo no mercado de crédito, nomeadamente no custo e natureza dos empréstimos e na atração de credores estrangeiros (Kim, Tsui, & Yi, 2011) e nos *ratings* de crédito (Ling-Ching, Hsu, & Lee, 2013).

Ainda sobre o mercado de crédito Florou, Kosi, e Pope (2012) acreditam que a adoção das IFRS de forma obrigatória tem maior efeito sobre a relevância de crédito em países com mais diferenças contábeis entre as normas locais e IFRS. Tomados em conjunto, os resultados dos autores mostram um aumento da relevância da informação contábil de crédito com base na aplicação das IFRS em relação a informações contábeis com base na aplicação de normas locais e sugerem que as informações contábeis após a adoção das IFRS capturam de forma

melhor as informações que afetam o risco de descumprimento das empresas, o que se reflete no *rating* de crédito.

Consequências positivas para o mercado de capitais associadas com a adoção obrigatória das IFRS, como o aumento da liquidez do mercado, diminuição do custo de capital próprio, o aumento do investimento, maior precisão dos analistas, diminuição dos *bid-ask spreads*, aumento dos investimentos de capital por investidores institucionais, aumento na eficiência ao nível da empresa de investimento de capital e diminuição da vantagem de informação privada dos *insiders* também foram encontradas por outros pesquisadores (Daske, Hail, Leuz, & Verdi, 2008; DeFond, Hu, Hung, & Li, 2011; Muller, Riedl, & Sellhorn, 2011; Florou & Pope, 2012; Schleicher, Tahoun, & Walker, 2010).

A respeito do impacto da adoção das normas internacionais na percepção dos investidores, Armstrong et al. (2010) encontraram resultados, em uma amostra com empresas europeias pós-adoção das IFRS, nos quais os investidores têm uma reação positiva à adoção das normas internacionais de contabilidade, sendo que esta reação positiva é ainda mais potencializada em conjunto de empresas com baixa qualidade contábil e alta assimetria informacional pré-adoção.

Cabe ressaltar que alguns impactos positivos da adoção das normas internacionais de contabilidade são potencializados ou ocorrem apenas nas empresas que adotam as IFRS de forma voluntária, em um período anterior à adoção obrigatória, como exposto nos trabalhos de Daske et al. (2008) e Wu e Zhang (2009).

Daske et al. (2008) destacam que, na essência, as empresas que adotaram as IFRS de forma voluntária apresentam melhorias na liquidez, valoração dos ativos, e redução nos custos de capital antes e depois da introdução obrigatória das demonstrações financeiras em IFRS, quando comparadas com as empresas que só modificaram as demonstrações financeiras para as IFRS quando a modificação foi obrigatória.

Wu e Zhang (2009) também encontraram resultados positivos para empresas que adotaram de forma voluntária as IFRS e US-GAAP em suas demonstrações financeiras, no contexto em que a adoção voluntária é associada com aumento nos *ratings* de crédito independentemente

do regime jurídico adotado pelo país. A mesma pesquisa mostra que a associação não existe quando a adoção dos padrões contábeis se dá de forma obrigatória.

De acordo com o resultado das pesquisas de Wu e Zhang (2009) é possível inferir que os efeitos da adoção das IFRS ocorrem de forma mais explícita em empresas que buscam uma adoção voluntária, anteriormente à necessidade da adoção obrigatória.

Entretanto cabe ressaltar que os achados da literatura a respeito das IFRS, fortemente embasados no mercado de capitais, não podem ser totalmente expandidos para o mercado de crédito. Holthausen e Watts (2001) destacam que os credores e acionistas utilizam a contabilidade para propósitos informacionais e contratuais enquanto os acionistas buscam informações para se avaliar a empresa.

2.3.3 Impactos da adoção das IFRS nas demonstrações financeiras

A adoção das IFRS nos diversos países ocasionou diversos estudos sobre o impacto das novas normas de contabilidade nas demonstrações contábeis das empresas que adotaram o novo padrão contábil.

Beckman, Brandes, e Eierle (2007) identificaram a tendência da contabilidade tradicional alemã em expressar lucros e PL menores em relação às IFRS, principalmente em decorrência da reversão de provisões e de *accruals*, e da reversão de *impairment* de ativos (*assets write downs*).

Santos (2012) apresenta resultados alcançados por Cordazzo (2008) na Itália, que confirmam resultados menores pela norma italiana em relação às IFRS, e destacando os ajustes de *business combinations*, provisões, instrumentos financeiros, e ativos intangíveis, impactando lucro e PL, e tributos e imobilizado, impactando significativamente apenas o PL.

Christensen, Lee, e Walker (2009) constataram que a diferença na reconciliação entre IFRS e ganhos *Generally Accepted Accounting Practice in the UK* (UK-GAAP) está positivamente relacionada com o retorno das ações anormais na data do anúncio, sugerindo que o mercado

de ações não previu o impacto das IFRS nos lucros. Este efeito é mais pronunciado entre as empresas que têm maior custo de monitoramento.

Barth, Landsman, e Lang (2008) encontraram resultados em que empresas que aplicaram as normas IFRS apresentam menor suavização dos lucros, reconhecimento mais oportuno de perdas e maior associação entre a contabilidade e preço e retorno das ações. Estes resultados podem sugerir uma maior associação entre a contabilidade pós-IFRS e melhoria da qualidade dos demonstrativos financeiros.

Wang, Young, e Zhuang (2008) encontraram resultados nos quais os erros na previsão dos lucros e a dispersão na previsão dos lucros se reduziram após a adoção das normas IFRS, seja de forma obrigatória ou voluntária, em uma amostra de 17 países na União Europeia. O estudo mostra uma maior previsibilidade dos números contábeis pós-adoção das normas internacionais

Tan, Wang, e Welker (2011) mostram uma maior atratividade de analistas de mercado estrangeiros a empresas que adotam as demonstrações contábeis em IFRS, sendo este interesse ainda maior se o país do analista de mercado também adotou as IFRS em uma data próxima. Os resultados encontrados sugerem uma maior visibilidade de empresas em mercados que adotam as IFRS, o que pode gerar maior liquidez e possibilidade de captação de recursos por parte das empresas de países adotantes das normas internacionais.

Barth et al. (2008) examinaram se a aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade está associada com a melhoria da qualidade da informação contábil. Os resultados encontrados pelos autores em estudos aplicados em 21 países evidenciam, de forma geral, menor grau de gerenciamento de resultados, reconhecimento de perdas em tempo mais apropriado e maior *value relevance* quando comparado à amostra de empresas que não aplicam os padrões internacionais de contabilidade. Os autores ainda destacam que a implantação das IFRS reflete efeitos combinados de características do sistema de informação financeira, incluindo as normas, sua interpretação e aplicação.

Daske et al. (2008) citam a expectativa dos reguladores sobre a utilização das IFRS com perspectivas de melhorar a comparabilidade, a transparência da empresa e aumentar o valor dos relatórios financeiros emitidos pelas empresas. O aumento do valor dos relatórios

financeiros possibilita maior percepção de utilidade por parte dos usuários das informações contábeis, o que pode facilitar a geração de negócios e acordos financeiros.

Wu e Zhang (2010) destacam que, para que as demonstrações contábeis em IFRS sejam comparáveis e detenham os benefícios supracitados das normas internacionais, é importante que se executem controles de qualidade para se garantir a conformidade da contabilidade às novas regras impostas.

A melhoria da qualidade contábil por meio da adoção das normas IFRS reduziu a incerteza existente por parte dos credores com relação às demonstrações contábeis apresentadas pelas empresas, o que acabou por reduzir o custo da captação de recursos. Li (2010) também encontrou evidências consistentes da adoção obrigatória das IFRS com a redução significativa do custo de capital.

Bharath et al. (2008) reiteram este ponto sugerindo que, quanto maior a qualidade contábil, menor será o custo da dívida. Desta forma, é esperado que, com a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, se reduza o custo de captação por parte das empresas, e com isso aumente a quantidade de empresas buscando recursos e consequentemente aumentando a quantidade de contratos de dívida existentes no mercado.

Essa maior quantidade de contratos de dívida, alinhados com a nova estrutura e conceitos impostos às demonstrações contábeis pode implicar em uma reestruturação das cláusulas restritivas existentes nos contratos de dívida.

Wu e Zhang (2014) relatam que credores possuem maior conteúdo informacional com a adoção das IFRS, com maior sensibilidade dos *ratings* de crédito às informações contábeis.

Entretanto Lopes e Walker (2008) fazem importante adendo à adoção das normas internacionais de contabilidade, pois, em análise realizada com empresas no Brasil, destacam que não é possível garantir a qualidade da informação contábil apenas com a imposição de padrões e regras contábeis, mas que uma parcela significativa das variações da qualidade dos números contábeis ocorre por meio de incentivos internos das empresas para convergir a um nível comum aos seus pares.

Estudos importantes a respeito da adoção das IFRS e com relevância para o entendimento do impacto ocasionado da adoção nas cláusulas restritivas são citados de forma resumida no Quadro 3.

Autores	Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Iudicibus, Martins e Gelbcke	2009	Efeito da adoção das IFRS no Brasil	As principais mudanças que decorrem do processo de internacionalização dos padrões contábeis no Brasil como sendo: primazia da essência sobre a forma, normas contábeis orientadas por princípios e necessidade do exercício do julgamento por parte dos profissionais de contabilidade.
Hail et al	2009	Efeito da adoção do IFRS	A adoção do IFRS propicia maior comparabilidade das demonstrações contábeis o que pode ter impacto nas decisões corporativas.
Ball	2006	Vantagens da adoção do IFRS	i) As IFRS são de mais fácil compreensão e mais rigorosas quando comparadas a maioria dos GAAP locais. ii) Os pequenos investidores ficam menos dependentes dos analistas profissionais iii) Com a implementação de normas internacionais, a comparabilidade entre as empresas de vários países está garantida
Daske et al	2008	Consequências econômicas da adoção do IFRS	Em média, a liquidez no mercado aumentou ao longo do tempo com a introdução do IFRS, assim como o valor das empresas e ocorreu um decréscimo no custo de capital.
Armstrong et al	2010	Impacto da adoção do IFRS na percepção dos investidores	Os investidores tem uma reação positiva a adoção das normas internacionais de contabilidade, sendo que esta reação positiva é ainda mais potencializada em conjunto de empresas com baixa qualidade contábil e alta assimetria informacional pré-adoção.
Beckman et al	2007	Diferença entre GAAP local e IFRS	Tendência da contabilidade tradicional alemã em expressar lucros e PL menores em relação ao IFRS, principalmente em decorrência da reversão de provisões e de accruals, e da reversão de impairment de ativos
Barth, Landsman e Lang	2008	Aplicação do IFRS e gerenciamento de resultados	Empresas que aplicaram as normas IFRS apresentam menor suavização dos lucros, reconhecimento mais oportuno de perdas, maior associação entre a contabilidade e preço e retorno das ações, menor grau de gerenciamento de resultados e reconhecimento de perdas em tempo mais apropriado.
Wu e Zhang	2014	Adoção do IFRS e Credores	Credores possuem maior conteúdo informacional com a adoção do IFRS, com maior sensibilidade dos ratings de crédito às informações contábeis.

Quadro 3 - Resumo de estudos sobre adoção das IFRS e seus impactos

2.4 IFRS e cláusulas restritivas

A adoção das IFRS por diversos países faz com que questões interessantes sejam levantadas com o objetivo de se investigar cláusulas restritivas com base em indicadores contábeis. As modificações nas estruturas dos contratos e falhas expostas em contratos pré-IFRS são temas de algumas pesquisas recentes.

Ball et al. (2013) identificaram uma redução na utilização de *covenants* contábeis, sendo esses substituídos por uma maior dependência de cláusulas restritivas não contábeis no período da

mudança do GAAP nacional para as IFRS. Os pesquisadores destacam que os resultados são robustos no que diz respeito a uma variedade de testes.

Demerjian (2011) encontrou resultados semelhantes que indicam um declínio acentuado no uso de *covenants* com base em demonstrações contábeis por contratos de dívida privada e supõe que as mudanças nas normas contábeis podem explicar parte deste declínio. A queda na utilização de *covenants* com base em números contábeis pode ser resultado da maior possibilidade da utilização do julgamento para a contabilização dos ativos e passivos.

Chen et al. (2013) descobriram resultados que destacam o aumento nas taxas de juros, a redução do uso de *covenants* financeiros baseados em indicadores contábeis, e a diminuição da maturidade do empréstimo. Estes resultados ocorrem principalmente para os tomadores de recursos que experimentam um aumento maior na suavização dos lucros ou acréscimos nos *accruals* anormais após a adoção obrigatória das IFRS.

Ball et al. (2013) concluem que a contabilidade pelo justo valor (IFRS) incorpora componentes transitórios na demonstração do resultado do exercício, reduzindo assim a utilidade destes números para prever a capacidade do mutuário para cobrir suas obrigações futuras.

Contratar dívidas em torno dessa limitação das IFRS incorre em aumento dos custos, por isso os autores preveem que a adoção das IFRS obrigatória está associada a uma diminuição de *covenants* com base na demonstração de resultados. Os autores sugerem, como uma forma viável a credores e tomadores de recursos, a utilização de um GAAP congelado, mas deixam claro o alto custo para a utilização da estratégia.

Neste mesmo trabalho, Ball et al. (2013) identificaram mudanças na utilização dos *covenants*, que são associadas a medidas que demonstram diferenças entre o GAAP anterior do país e as IFRS, definidas em termos de padrões gerais e de valor justo. Os autores argumentam que vários aspectos das regras contábeis do valor justo em IFRS são desfavoráveis à contratação da dívida.

Posto isto, apesar de as mudanças contábeis com intuito de convergência aos padrões internacionais terem por objetivo uma maior transparência e menor custo de captação por

parte das empresas, Watts (2006) aponta que as mudanças recentes nos padrões contábeis, especialmente as que deram maior ênfase na avaliação da firma em prol de uma menor ênfase na auditoria, mostram uma menor utilidade dos números contábeis na formulação de contratos.

Ball et al. (2013), em sua pesquisa, mostram resultados em que a introdução das IFRS ocasionou uma redução significativa dos *covenants* com base em indicadores contábeis e aumento dos *covenants* que levam em consideração indicadores não contábeis. Adicionalmente Ball et al. (2013) sugerem que as IFRS enfraquecem a utilidade da informação contábil para os credores, dado o maior interesse nos critérios de julgamento para mensuração dos números contábeis.

Ball, Li, e Shivakumar (2014) identificaram uma redução significativa nas cláusulas restritivas à base de indicadores contábeis após a adoção obrigatória das IFRS, devido à contraturalidade reduzida de informações contábeis posteriores às normas internacionais. O declínio no uso de *covenants* contábeis é observado tanto para *covenants* que utilizam demonstração de resultados quanto para os que utilizam números de balanço, e as maiores quedas na utilização de *covenants* contábeis são observadas em países cujas normas nacionais pré-IFRS diferiam mais das IFRS.

Dentre os fatores destacados pelos pesquisadores, a respeito das normas IFRS na redução da utilização de dados contábeis na elaboração de contratos, destacam-se a flexibilidade dada aos gestores ao selecionar e aplicar normas de contabilidade, aumento da incerteza na elaboração de regras, e maior ênfase em contabilidade pelo justo valor.

A menor utilidade dos números contábeis apontada por Watts (2006) e Ball et al. (2013) vai de encontro ao esperado com a adoção das normas internacionais de contabilidade, que é a melhoria da qualidade dos números contábeis e aumento do poder comparativo e explicativo para os usuários da informação contábil.

Ormrod e Taylor (2004) estudaram o impacto da mudança de UK-GAAP para IFRS em *covenants* incluídos em contratos de dívida. Eles sugerem que, após a mudança, é provável maior ocorrência de volatilidade nos ganhos, além de diferenças em itens dos lucros reportados e balanço patrimonial. Desta forma, Ormrod e Taylor (2004) ressaltam que um

movimento em direção a *covenants* baseados no fluxo de caixa pode ser visto como um método de moderar a incerteza para os credores decorrente da introdução das IFRS.

Christensen et al. (2009) afirmam que existem falhas em considerar o papel da contabilidade no momento de contratação da dívida pós-IFRS, pois credores buscam reconciliar as IFRS com informações sobre o fluxo de caixa operacional futuro de uma determinada empresa, em vez de informações sobre a probabilidade de violar *covenants*. Os achados de Christensen et al. (2009) mostram que o mercado ainda não se adaptou às IFRS e que existe a necessidade da realização de estudos para buscar corrigir as falhas encontradas.

Vale destacar que autores citam que *covenants* geralmente usam o “GAAP atual” em oposição ao “GAAP congelado ” (Leftwich, 1983; Gopalakrishnan & Parkash, 1995; Christensen, Lee, & Walker, 2009). No GAAP atual, os *covenants* refletem as regras contábeis como eles estão no momento, ao contrário da forma como eles foram, no momento da assinatura do contrato.

Florou e Kosi (2009) encontraram resultados, em sua pesquisa, a respeito de empresas que adotam obrigatoriamente as IFRS e são mais propensas a emitir dívidas e obter um decréscimo no *spread* das taxas do título, devido ao fato que as IFRS aumentam a qualidade e a comparabilidade de suas demonstrações financeiras. As evidências encontradas pelos autores sugerem que a adoção obrigatória das IFRS tem o potencial de impactar os custos de financiamento das empresas.

Evidências a respeito do financiamento empresarial são encontradas por Ball e Shivakumar (2005) e Ball, Robin, e Sadka (2006) em que o aumento da transparência prometida pelas IFRS também pode causar um aumento semelhante na eficiência dos contratos de dívida entre empresas e credores. Em particular, no *timing* do reconhecimento das perdas nas demonstrações financeiras, o que acionaria as cláusulas restritivas mais rapidamente após a ocorrência de prejuízos, e afetaria o valor a ser recebido que fora emprestado. Os fatores citados geraram mudanças na estrutura dos *covenants* contratuais por parte das empresas que buscam recursos.

Houque, Monem, e Clarkson (2013) escrevem a respeito das consequências e debates a respeito da adoção das IFRS em diversos países e citam que Denis e Mihov (2003) destacam que mercados privados de dívida têm concentrado fornecedores de capital, como bancos e,

com isso, o custo de renegociação dos contratos de dívida é mais baixo. Somado a este fato, os credores privados acabam por possuir maior acesso à informação, o que auxilia no processo de coleta de informações e monitoramento do contrato de dívida e suas cláusulas. Em compensação, os mercados públicos de dívida têm emprestadores de recursos diversos como, por exemplo, os detentores de *bonds*.

Denis e Mihov (2003) ainda destacam, com base nesta diferença institucional, que empresas com altos níveis de assimetria informacional têm maior propensão a tomar recursos emprestados com fornecedores de recursos privados em vez de levantar recursos por meio de ofertas públicas. Esta decisão leva em consideração a menor exposição das informações da empresa para o mercado, seja por interesse de manter as vantagens competitivas, seja por não abrir informações gerenciais.

Bharath et al. (2008) reiteram este ponto sugerindo que empresas com baixa qualidade contábil têm um maior custo de seleção adversa em ofertas públicas quando comparados ao mercado privado de dívidas, o que explicaria a preferência por empréstimos junto a instituições financeiras.

Houqe, Monem, e Clarkson (2013) ressaltam que, na essência, a literatura revela que os efeitos da adoção obrigatória das IFRS no mercado de dívida serão maiores nos países com regulamentação legal estrita, baixo risco financeiro e pequeno nível de divergências entre o GAAP doméstico e as IFRS. Estes efeitos mais destacados são muitos por conta de os detentores de títulos de dívida exigirem maior retorno e imporem uma maior quantidade de cláusulas restritivas em dívidas emitidas em países com pouca proteção aos direitos dos credores.

Brüggemann, Hitz, e Sellhorn (2013) citam que, se os equilíbrios contratados são interrompidos por adoção obrigatória das IFRS (consistente com *covenants* baseados no GAAP atual) e ajustes corretivos são feitos, a frequência e *design* de *covenants* com base na contabilidade deve mudar. E com este fato, por exemplo, renegociações de limites dos *covenants* podem ser observadas.

Christensen et al. (2009) fazem referências às mudanças contábeis obrigatórias que devem afetar a probabilidade de violação de *covenants* existentes com base no GAAP pré-IFRS,

levando a uma redistribuição da riqueza entre acionistas e credores. Consistente com esta previsão, os autores encontraram reações de mercado significativas para anúncios de reconciliação com as IFRS. Essas reações do mercado são mais pronunciadas entre as empresas que enfrentam uma maior probabilidade e custos de violação do pacto e os anúncios iniciais, o que gera uma renegociação das cláusulas contratuais e modificação dos *covenants* em contratos posteriores.

Brüggenmann et al. (2013) mostram estudos em que, no Reino Unido, contratos de dívida são pautados no UK-GAAP e que reconciliações com IFRS contêm informações sobre a probabilidade de violação das obrigações contratuais, com uma diferença positiva entre ganhos nas IFRS, quando comparados ao UK-GAAP e a redução da probabilidade de violação das obrigações contratuais quando realizada a mesma comparação.

Chen et al. (2013) estudaram os contratos de empréstimos bancários com o objetivo de entender como a adoção das IFRS de forma obrigatória afeta o *trade-off* entre os mecanismos de monitoramento de alternativas que os credores podem usar em contratos de empréstimo, por meio da análise das cláusulas contratuais detalhadas nos contratos de empréstimo, visto que os bancos estão entre os usuários mais sofisticados das demonstrações financeiras.

Brüggenmann et al. (2013) advertem que os resultados do mercado de capitais com relação à adoção das IFRS podem ser consistentes com consequências intencionais e não intencionais. Os autores relatam que primeiramente as reações do mercado de ações para reconciliações IFRS podem refletir informações de valor relevante para os acionistas ou transferências de riqueza entre credores e acionistas.

Holthausen e Watts (2001) citam um aspecto importante, que é o reconhecimento por parte do mercado e academia de que a forma como os credores usam as informações contábeis para fins de contratação é diferente de seu uso pelos acionistas para avaliação patrimonial. Assim, os efeitos da adoção das IFRS obrigatória sobre o mercado de ações não podem ser generalizados para o mercado de dívida e contratação.

No geral, as regras IFRS parecem sacrificar sua relevância para a contratação da dívida para apoiar a outros objetivos como um modelo superior de mensuração contábil focada em usos de avaliação como mostram Ball et al. (2014).

Entender os efeitos da adoção das IFRS para o mercado de dívida é de suma importância dado o tamanho deste mercado e os efeitos da contratação de dívida para o futuro das empresas, assim como para os credores.

2.5 Consequências econômicas da adoção das IFRS nas cláusulas restritivas

As modificações nos números contábeis e nos interesses de credores e administradores acabam por gerar consequências econômicas e financeiras no ambiente de negócios. V. Lima (2011) cita Holthousen e Leftwich (1983) para definir o termo “consequências econômicas” servindo para denotar o efeito da divulgação financeira em qualquer variável econômica determinante de valor e na riqueza daqueles que tomam decisão baseados na informação contábil ou são afetados por tais decisões. V. Lima (2011) classifica as consequências econômicas como intencionais (não intencionais) caso possam (não possam) ser explicitamente reconciliadas com os objetivos explicitamente definidos nos *International Accounting Standard* (IAS).

Leuz e Wysocki (2008), ao revisarem a literatura de consequências econômicas dos reportes financeiros, destacam importante aspecto a respeito de novas regras e seus benefícios: enquanto benefícios econômicos agregados são percebidos, os custos individuais das empresas, investidores e outros usuários das informações financeiras não são nem reconhecidos nem discutidos, caso recorrente na adequação das normas contábeis ao padrão internacional.

Os autores complementam que está longe de ser claro que as IFRS serão superiores ou até mesmo efetivas em países com ausência de infraestrutura institucional para suportar a aplicação efetiva e uniformidade dos padrões internacionais.

Leuz, Nanda, e Wysocki (2003) e Ball (2001) consideram como fator chave o entendimento de que as regras contábeis e a sua regulação não podem ser consideradas de forma isolada, sem a compreensão de fatores institucionais e econômicos que afetem os incentivos das empresas. As mudanças de incentivos nas empresas acabam por afetar os demais participantes

do mercado, que devem passar a se precaver e estudar os impactos potenciais em seus negócios e contratos firmados.

Beneish, Miller, e Yohn (2012) realizaram estudo a fim de investigar se a adoção de um novo padrão para os relatórios financeiros tem um impacto diferenciado sobre os mercados de dívida e de capitais. Usando dados macroeconômicos e janelas pré e pós-adoção centrada em 2005, acharam que a adoção das IFRS tem um efeito significativamente maior sobre o mercado de crédito do que sobre o mercado de capitais quando se trata de capital estrangeiro. Este resultado é consistente com a noção de que os investidores em dívida são maiores consumidores de informações financeiras.

Esta evidência pode fornecer informações importantes aos emissores de normas e reguladores sobre o impacto diferencial dos relatórios financeiros sobre a dívida em relação a mercados de capitais.

Em contraste, Beneish et al. (2012) concluíram que aumentos nos fluxos de investimento para fins de dívida realizados por estrangeiros não são dependentes de qualidade da governança, e que isto é consistente com pesquisas recentes que concluem que os *covenants* negociados em contratos de títulos podem compensar a proteção dos investidores ao nível fraco de governança no país. Os autores ainda concluem que, diferentemente do mercado de capitais, onde os recursos estrangeiros advêm fortemente dos EUA, no mercado de créditos, os recursos são oriundos tanto dos EUA quanto de outros países.

Lourenço et al. (2015) esperam como consequências econômicas com a adoção das IFRS que o aumento da qualidade e da comparabilidade das demonstrações financeiras, e o consequente aumento da utilidade da informação, tenha um impacto positivo na quantidade e capacidade de previsão dos analistas que seguem as empresas, no mercado de capitais, no mercado de crédito e nas decisões econômicas das empresas. Os autores afirmam que a adoção das IFRS conduzirá, assim, a uma melhoria da capacidade de os investidores tomarem decisões financeiras informadas, a uma melhoria das condições de investimento e/ou financiamento e a uma eficiente alocação de recursos financeiros em nível mundial.

As demonstrações financeiras são suscetíveis de ser mais úteis para os detentores de dívida na identificação de violação das obrigações contratuais após a adoção das IFRS do que antes da implantação das normas internacionais (Beneish, Miller, & Yohn, 2012).

Cohen, Katz, e Sadka (2012) apontam resultados mostrando que as implicações de restrições financeiras não são uniformes entre as empresas e com o passar do tempo. Os resultados sugerem que cláusulas restritivas específicas não restringem a atividade de investimento das empresas e que as consequências de relaxar esses *covenants* durante a crise são muito diferentes do que aumentar o investimento em tempos de calmaria no mercado.

Já Florou e Kosi (2009) analisaram se a introdução obrigatória das IFRS afeta a fonte e o custo da dívida corporativa. Os autores acreditam que as empresas adotantes das IFRS de forma obrigatória (caso da maioria das grandes empresas brasileiras) são mais propensas a emitir títulos públicos (por exemplo, debêntures) do que captar recursos via empréstimos privados. Eles também encontraram resultados em que os adotantes das IFRS de forma obrigatória pagam taxas de juros mais baixas em títulos públicos, mas não no caso de empréstimos privados.

Os efeitos econômicos com a adoção das normas internacionais têm variação considerável entre os países e tipos de mercado. Daske et al. (2013) dizem ser concebível que haja pouca heterogeneidade (economicamente significativa) nos efeitos do mercado de capitais ao redor da adoção das IFRS porque os investidores não podem discernir entre adoções comprometidas e por mera formalidade.

2.6 Debêntures

Para conseguir responder a questão de pesquisa referente aos impactos causados nos contratos de dívida por conta da adoção das IFRS, o presente estudo utilizará como amostra os prospectos definitivos de debêntures públicas no período pré e pós-adoção das IFRS.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define debêntures como valores mobiliários emitidos por sociedade por ações (S.A.), de capital aberto ou fechado, que representam dívidas de médio e longo prazo e asseguram a seus detentores direito sobre as empresas

emissoras. A oferta pública de debêntures só é autorizada às companhias abertas que possuam registro na CVM (Sistema Nacional de Debêntures [SND], 2010).

Batista (2013) ressalta que Debênture é um valor mobiliário que representa fração ideal de empréstimo contratado entre devedores (companhias emissoras) e credores (investidores ou debenturistas) os quais são representados pelo agente fiduciário. A Comissão de Valores Mobiliários somente aprova como emissores as sociedades anônimas, mesmo que de capital fechado. Paralelamente, os investidores que podem atuar como credores nestes papéis podem variar entre fundos de pensão, bancos, gestoras de fundos privados até pessoas físicas.

Desta forma, a amostra do presente estudo é formada por sociedades anônimas, tanto de capital aberto quanto fechado.

Duarte Junior e Lisboa (2014) destacam que as debêntures apresentam características que podem interessar aos investidores com os mais variados apetites para retorno e risco, como vencimento de longo prazo, diversos indexadores, diferentes exposições às taxas de juros (duração e convexidade) e de câmbio, variadas classificações de crédito, dentre outras características.

Duarte Junior e Lisboa (2014) ainda ressaltam que, por estes motivos, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) projeta continuado crescimento para este mercado nos próximos anos, algo que não poderá ser ignorado por gestores de recursos de terceiros (como fundos de investimento e de pensão), assim como gestores de recursos próprios (como os gestores da tesouraria de bancos e seguradoras).

Este crescimento aumenta a importância do estudo, pois a emissão de dívidas por meio de debêntures continuará sendo crucial fonte de captação de recursos para as empresas brasileiras de grande porte nos próximos anos, e com isso os credores buscarão cláusulas restritivas que busquem garantir seus direitos e maximizar o recebimento dos recursos emprestados.

Sheng e Saito (2005) destacam a importância das debêntures para o mercado de crédito e citam que as duas principais fontes de financiamento de longo prazo no Brasil são os recursos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e as debêntures. Os autores ainda citam que os financiamentos do BNDES possuem, como vantagens, prazos e

taxas, no entanto é um recurso insuficiente (não atende toda a demanda), a aprovação é demorada, apresenta diversas restrições para o uso do capital e acompanhamento constante. Já as debêntures são títulos emitidos pela empresa (S.A.) e ofertados diretamente ao investidor.

3 MÉTODO DA PESQUISA

Os procedimentos metodológicos adotados no estudo estão descritos neste capítulo, em que a abordagem utilizada na pesquisa e o critério de seleção da amostra constam das primeiras subseções.

Posteriormente, são explicitados os procedimentos para construção da hipótese da pesquisa, as modelagens estatísticas a serem utilizadas e sua explicitação, e as definições operacionais das variáveis estudadas, com ênfase nos procedimentos adotados para a coleta dos dados. Na sequência, os modelos estimados para que as hipóteses de pesquisa fossem investigadas são apresentados.

O delineamento da pesquisa deu-se em função dos seus objetivos e hipóteses, da abordagem do problema e dos procedimentos metodológicos a serem utilizados. Quanto à abordagem, é de natureza quantitativa, pois testa a hipótese com base na medição de dados numérica, recorrendo à análise estatística para estabelecer padrões, e também qualitativa, devido às características da amostra. Theóphilo e Martins (2009) citam que, quanto aos procedimentos, classifica-se como documental, por utilizar dados e materiais não editados.

3.1 Abordagem utilizada

Para analisar as modificações encontradas nos conjuntos de cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívida posteriormente à adoção das IFRS no Brasil, o presente trabalho criou uma base de dados composta por contratos de dívida de empresas no período pré e pós-adoção das normas internacionais de contabilidade.

O processo de adoção das IFRS no Brasil pode ser subdividido em três períodos bem definidos: pré-adoção (anterior a 2008), fase transitória (2008 e 2009) e pós-adoção (a partir de 2010).

Desta forma, será possível comparar os *covenants* e estruturas de *covenants* mais presentes em cada um dos grupos e com isso buscar evidências de modificações na estrutura dos *covenants* com o objetivo de auxiliar os credores a receber seus empréstimos.

O estudo busca primeiramente gerar uma amostra com empresas que emitiram dívida no período anterior à adoção das IFRS que, para fins de análise temporal, compreendeu o período entre os anos de 2006 até 2008, assim como buscar empresas que fizeram captação de recursos no período posterior às normas internacionais de contabilidade, neste caso de 2011 a 2014.

Contratos de debêntures são o foco do estudo, visto que a utilização deste mecanismo de captação de recursos por parte das empresas de grande porte tem tido forte crescimento no mercado brasileiro, e são montados de forma individualizada, levando em consideração as particularidades de potenciais credores e tomadores de recursos.

3.2 Coleta de dados

A fase da coleta de dados representa uma das etapas de maior relevância e dificuldade do estudo. Essa dificuldade surgiu em função da inexistência de uma base de dados que contivesse todas as informações necessárias para esta pesquisa, o que tornou necessário construir uma base de dados própria.

Para a construção da base de dados foram utilizadas as escrituras e prospectos públicos de emissão de debêntures arquivados, que foram extraídos nos endereços eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Sistema Nacional de Debêntures, mantido pela ANBIMA, durante o período de pré e pós-adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil. Foram coletados manualmente contratos de debentures de empresas, sendo limitado a 01 contrato por empresa por período (antes e depois da adoção), tendo em vista a padronização de contratos existentes quando a captação ocorre por etapas, o que afetaria os resultados.

A construção da base de dados inicia-se com a leitura e interpretação das cláusulas restritivas presentes em cada contrato, sendo que, nesta fase, foi utilizada a abordagem metodológica de

análise documental para analisar as cláusulas de *covenants* presentes nos contratos de empréstimos das empresas.

Posteriormente à identificação e leituras das cláusulas restritivas é realizada a classificação dos *covenants* de acordo com a metodologia proposta por Ramsay e Sidhu (1998) nas seguintes categorias: *covenants* de segurança, *covenants* contábeis e *covenants* não contábeis, que serão explicitadas de forma mais ampla em subseção própria. Cabe ressaltar que, nesta fase, foi realizada a classificação de mais de 2.200 *covenants* presentes nos 126 contratos da amostra (Anexo I), por meio da leitura individualizada de cada cláusula e posterior classificação nas categorias descritas por Ramsay e Sidhu (1998) de acordo com o foco da cláusula.

A pesquisa buscou abranger empresas de grande porte situadas no Brasil e com contratos de captação de recursos superiores a R\$ 50 milhões de reais. Esse corte na escolha da amostra busca estudar apenas as situações em que os contratos são delineados de forma individual para cada captação de recursos em sua maioria.

A justificativa para limitar a amostra a empresas de grande porte advém de que, na maioria dos casos, são as empresas deste grupo que possuem contratos de dívidas montados para cada empréstimo de forma individual, e assim os *covenants* refletirão os interesses específicos dos fornecedores de recursos na empresa para garantir o recebimento do valor emprestado.

Vale ressaltar que os contratos de emissão de debêntures presentes nos endereços eletrônicos da CVM e da ANBIMA e que não estão presentes na base de dados do estudo não somam 5% da amostra utilizada na pesquisa. Outro ponto a ser considerado é a ausência de contratos de dívida entre instituições financeiras privadas e empresas, assim como de investidores institucionais e fundos de investimentos com empresas de forma exclusiva, o que limita a amostra aos contratos de captação de dívida feitos com debêntures emitidas de forma pública.

Assim, a composição da amostra do presente trabalho pode ser considerada como de natureza não probabilística, isso porque houve uma escolha deliberada dos elementos da amostra, com contratos de dívida por meio da emissão de debêntures listadas na Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa). Assim, vale ressaltar que não

é possível generalizar os resultados da pesquisa para a população, pois a amostra não probabilística não garante a representatividade da população.

A base de dados montada a partir da amostra foi composta dos seguintes dados individuais para cada prospecto de emissão de debêntures:

- a) Data do prospecto;
- b) Nome da empresa;
- c) Setor da empresa;
- d) Valor Proposto para Captação;
- e) Instituição Financeira Coordenadora da Captação;
- f) *Rating* da Captação;
- g) Prazo e Data de Vencimento da Captação;
- h) Remuneração da Captação;
- i) Modalidade de Garantia da Captação;
- j) Conversibilidade da captação em ações;
- k) Número de cláusulas restritivas;
- l) Número de cláusulas restritivas contábeis e não contábeis;
- m) Separação das cláusulas restritivas de acordo com a Classificação de Ramsay e Sidhu.

3.3 Construção das hipóteses de pesquisa

Para responder a questão de pesquisa e verificar quais mudanças ocorreram e quais os impactos que estas mudanças causaram nos *covenants* contratuais após a implantação das Normas IFRS no Brasil, a tese é pautada nas seguintes hipóteses de pesquisa.

As hipóteses testadas são:

H1: Há diferença na estrutura proporcional de *covenants* nos contratos de debêntures emitidos no Brasil antes e depois da adoção das IFRS.

H2: *Covenants* com base em indicadores contábeis estão mais presentes proporcionalmente no período pré-IFRS.

H3: Existe associação entre os setores, as estruturas proporcionais de *covenants* e os períodos pré e pós-IFRS.

Com as hipóteses destacadas será possível verificar se a adoção das IFRS impactou a estruturação dos *covenants* nos contratos de dívida e se *covenants* contábeis estão menos presentes nos contratos realizados pós-IFRS, além de verificar uma associação entre os setores da economia, total de *covenants* e os períodos antes e depois das IFRS, o que pode mostrar certas consequências econômicas da adoção das normas internacionais de contabilidade nos mercados de crédito.

Vale enfatizar novamente a interdisciplinaridade da pesquisa posto que contratos e cláusulas restritivas estão no âmbito de estudo da área de Direito; normas IFRS são campo de estudo das áreas de Contabilidade e Finanças; e buscar consequências econômicas estão mais presentes no campo acadêmico da Economia.

3.4 Classificação dos dados

A classificação e análise dos dados empreendidas para responder às questões de pesquisa se iniciam com a subdivisão das empresas em setores da economia, para que se possa fazer a análise de associação entre os setores, números de *covenants* e períodos pré e pós-IFRS.

Após a subdivisão em setores, as cláusulas restritivas presentes na base de dados, que é composta por todas as cláusulas restritivas presentes nos contratos de debêntures, é subdividida nas categorias: *covenants* de segurança, *covenants* contábeis e *covenants* não-contábeis, de acordo com a classificação proposta por Ramsay e Sidhu (1998).

Vale enfatizar que esta classificação foi realizada de forma manual, com a leitura e classificação nas três categorias propostas por Ramsay e Sidhu (1998) das mais de 2.200 cláusulas restritivas presentes nos 126 contratos de debêntures analisados para os períodos propostos.

A classificação dos dados tem por objetivo conhecer a amostra e preparar os *covenants* contábeis, não contábeis e de segurança para os testes estatísticos posteriores. Esta etapa verificará a existência de *covenants* contábeis e descreverá as particularidades de cada contrato, destacando número de cláusulas por contrato, subdivisão destas cláusulas e ano do contrato.

3.5 Plano de análise dos dados

Passada a etapa de classificação será realizada análise estatística para verificar quais modificações ocorreram nas estruturas destes contratos em termos de *covenants*. Dentre os modelos previamente selecionados de acordo com estudos preliminares para a compilação dos resultados destacam-se os modelos de análise de correspondência (ANACOR) e Análise de Correspondência Múltipla (ACM), além dos necessários testes de comparação de médias e análise de variância.

A ANACOR é descrita por Hair, Andersen, Tatham, e Black (2005, p. 441) como uma das técnicas desenvolvidas para analisar relações não lineares e dados com respostas categóricas, medidas em termos nominais, e tendo como principal objetivo agrupar variáveis altamente associadas, construindo a representação das relações entre as categorias das variáveis em um mapa perceptual.

De acordo com Fávero, Belfiore, e Figueira Júnior (2006), o método estatístico ANACOR:

(...) consiste de duas etapas básicas, referentes ao cálculo da medida de associação e à criação do mapa perceptual. A Anacor utiliza o teste χ^2 para padronizar os valores das frequências e formar a base para as associações. A partir de uma tabela de contingência, calculam-se as frequências esperadas e o valor do χ^2 para cada célula, considerando-se as diferenças entre as frequências observadas e as esperadas. Assim, com as medidas padronizadas da associação, a Anacor cria uma medida em distância métrica e cria projeções ortogonais sobre as quais as categorias podem ser alocadas, de forma a representar o grau de associação dado pelas distâncias χ^2 em um espaço dimensional. (p. 8).

Batista, Escuder, e Pereira (2004) explicam a análise de correspondência como uma técnica de representação gráfica em projeção plana das relações multidimensionais das distâncias χ^2 entre as categorias das variáveis estudadas. Categorias com localização próxima na projeção

plana têm relação mais forte do que categorias separadas por distâncias maiores. Qualquer categoria, representada como um ponto na projeção plana, pode ser analisada em separado e caracterizada segundo a proximidade das projeções de todas as outras categorias sobre uma reta que ligue seu ponto característico à origem dos eixos do plano de projeção.

Fávero, Belfiore, Chan, e Silva (2009) citam que a ANACOR trata de associações de apenas duas variáveis qualitativas, o que é superado pela Análise de Correspondência Múltipla. Figueira (2003) trata a análise de correspondência múltipla como técnica que permite a associação de variáveis qualitativas em função de seus níveis e grau de complexidade.

Fávero et al. (2009) destacam que a análise de correspondência múltipla permite a acomodação de variáveis qualitativas e revela de forma visual e bidimensional as eventuais associações entre elas.

Dentre os procedimentos de análise de correspondência múltipla, Pestana e Gageiro (2005) mostram que a análise de homogeneidade (HOMALS) permite estudar a relação entre variáveis categóricas e representá-las em duas dimensões.

Especificamente, a análise de homogeneidade fornece subsídios para que o pesquisador avalie, de forma simultânea, as relações entre duas ou mais variáveis qualitativas. A HOMALS permite “analisar as relações entre todas as variáveis, de forma conjunta e simultânea, a partir de uma configuração simples e bidimensional, razão pela qual seu uso torna-se aplicável em ciências sociais” (Fávero et al., 2009, p. 291).

A análise de homogeneidade tem como base a redução dimensional, visando obter a maior homogeneidade possível dos dados que é alcançada quando a função de perda é minimizada. Essa função, que é a média do quadrado dos comprimentos das “linhas” (distância euclidiana) que ligam as observações às categorias das variáveis, pode ser interpretada como o nível de ajuste de um modelo: quanto menor, melhor o ajuste do modelo e vice-versa. Carvalho (2004) destaca que a análise de homogeneidade é um método de análise quantitativa para variáveis qualitativas.

A análise estatística tem por objetivo encontrar as categorias de *covenants* mais presentes antes e depois da adoção das IFRS no Brasil, e assim analisar a estrutura dos contratos antes e

depois da adoção das normas internacionais de contabilidade. Assim, será possível identificar os períodos com maior presença de determinada categoria de cláusulas restritivas ou até mesmo maior número de cláusulas de forma geral.

Com isto, a variável independente do modelo será o período de captação de dívida, sendo subdividida em dois cenários (variável qualitativa): a) dívida emitida antes da adoção das IFRS; e b) dívida emitida após a adoção das IFRS.

Desta forma, o presente estudo busca explorar a distinção entre dois períodos para observar as consequências e diferenças existentes com a adoção das IFRS nas cláusulas restritivas dos contratos de dívida.

As variáveis independentes serão compostas pelos *covenants* ou conjunto de *covenants*, subdivididos nas categorias *covenants* contábeis, *covenants* não contábeis e *covenants* de segurança, setor de atuação da empresa, prazo de vencimento da dívida e valor de captação proposto.

Ao submeter o conjunto de variáveis à análise estatística buscar-se-á perceber uma maior aproximação de determinadas variáveis e conjunto de variáveis de empresas nos períodos pré e pós-adoção. A percepção de setores que utilizam conjuntos de cláusulas distintas, diferenças entre prazos de maturação da dívida dentre outros resultados também serão foco do estudo.

Com isso, pode-se esquematizar de forma simplificada o passo a passo da metodologia da seguinte forma:

Quadro 4 - Esquematização da metodologia

Ao realizar os procedimentos propostos na fase de metodologia, o estudo pretende contribuir com resultados focados no mercado de crédito, nos impactos causados pela adoção das normas internacionais de contabilidade destacando o conjunto de cláusulas restritivas mais utilizadas após a implantação das normas.

O estudo também pretende destacar setores mais propensos a se proteger com maior conjunto de cláusulas, e impacto da utilidade de cláusulas restritivas contábeis para as empresas, podendo sugerir o possível abandono de certas cláusulas dado que diversos participantes do mercado diminuíram sua utilização.

Com isso, o estudo tem por objetivo se diferenciar da literatura existente ao apresentar, sob a ótica dos usuários dos contratos de crédito, uma tentativa de entender a atual estrutura dos contratos de crédito de forma a garantir o recebimento dos recursos fornecidos.

Assim, o estudo poderá sugerir aos fornecedores de capital e advogados que preparam os contratos de empréstimos uma estrutura de cláusulas vista de forma mais presente em contratos atuais (pós-IFRS), o que poderia reduzir a incerteza do mercado e com isso as taxas de juros praticadas na operação.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatísticas descritivas

Para responder a questão de pesquisa proposta, a respeito das mudanças estruturais nos contratos de dívida, foi preparada uma base de dados com os contratos de captação de recursos por meio de contratos de debêntures, emitidos nos anos anteriores à adoção inicial das normas internacionais (2006-2008) e nos anos subsequentes a esta adoção (2011-2014).

A base de dados em sua versão final possui 126 contratos de debêntures sendo 78 contratos relativos ao período anterior à adoção das IFRS e 48 contratos referentes ao período pós-IFRS. A Tabela 1, a seguir, mostra a subdivisão destes dados e sua frequência antes e depois da adoção das IFRS com relação ao número de cláusulas restritivas.

Tabela 1 - Subdivisão da amostra

Total de Covenants	Total de Covenants x IFRS				Total
	Antes	Freq. Antes	Depois	Freq. Depois	
0 a 5	2	66,7%	1	33,3%	3
6 a 10	12	70,6%	5	29,4%	17
11 a 15	24	80,0%	6	20,0%	30
16 a 20	32	76,2%	10	23,8%	42
21 a 25	7	36,8%	12	63,2%	19
26 a 30	1	14,3%	6	85,7%	7
31 a 35	0	0,0%	5	100,0%	5
36 a 40	0	0,0%	2	100,0%	2
41 a 45	0	0,0%	1	100,0%	1
Total	78		48		126

Os 126 contratos exibidos na tabela correspondem à totalidade de emissões de debêntures acima de R\$50 milhões registradas nos sites da BM&FBovespa e no site debentures.com mantido pela ANBIMA para os anos de 2006 a 2008 e 2011 até 2014.

Os números máximos e mínimos e as médias e desvios por categoria de *covenant*, de acordo com a classificação de Ramsay e Sidhu (1998), são apresentados na tabela da sequência, que já permite perceber um maior contingente de *covenants* nos contratos após a implantação das normas internacionais de contabilidade (IFRS).

Tabela 2- Estatística descritiva

	Número de Covenants	Covenants Contábeis	Covenants de Segurança	Cov. de Dados não Contábeis
Pré-IFRS				
Número Máximo	26	4	19	14
Número Mínimo	4	0	3	0
Média	15,37	1,64	8,35	5,38
Desvio	4,64	1,14	2,42	2,63
Pós-IFRS				
Número Máximo	42	4	23	20
Número Mínimo	4	0	3	0
Média	21,46	1,35	11,90	8,21
Desvio	8,71	1,02	4,95	4,15

Os resultados apresentados na tabela acima têm similaridade aos encontrados por Demerjian (2014) que ressalta que um pequeno percentual de contratos possui mais do que 4 *covenants* financeiros.

Entretanto cabe destacar que o mesmo autor encontrou resultados em que a média de *covenants* financeiros foi de 2.5 por contrato, número superior aos encontrados para a amostra da pesquisa. Os resultados encontrados por Demerjian (2014) mostram que os *covenants* financeiros são apenas uma parcela da totalidade de *covenants* utilizados nos contratos de captação de recursos por parte das empresas, o que também é compatível com a pesquisa realizada.

Em pesquisa realizada no Brasil, com uma diferença de datas na base de dados de oitos anos, Silva (2008), analisando títulos de longo prazo e emitidos por empresas de capital aberto no período de 2000 a 2006, e não apenas debêntures como na presente pesquisa, identificou que, entre as 125 empresas analisadas, o número médio total de *covenants* contábeis por títulos de dívida foi de 2,5. O resultado encontrado por Silva (2008) é superior ao encontrado neste estudo, entretanto cabe destacar a necessidade de levar em consideração a diferença temporal e títulos presentes na base de dados.

Silva (2008) ressalta que o número encontrado é um pouco superior àqueles indicados nos estudos realizados por Mather e Peirson (2006) e Watts e Zimmerman (1986), que corresponderam a 2,3 e 1,9 *covenants* contábeis por título, respectivamente, números mais próximos da presente pesquisa.

Na Tabela 3, a seguir, está relatado o total de contratos com o respectivo número de *covenants* contábeis. Vale destacar que foram considerados *covenants* contábeis, pela classificação de

Ramsay e Sidhu (1998), os *covenants* formados por indicadores contábeis e os *covenants* formados por contas contábeis relacionados a novas dívidas, conforme metodologia adotada por Ramsay e Sidhu.

Tabela 3 - Número de *Covenants* contábeis por contrato

Covenants Contábeis x IFRS			
Total de Covenants	Antes	Depois	Total
0	21	14	35
1	4	7	11
2	37	24	61
3	14	2	16
4	2	1	3
Total	78	48	126

O percentual de contratos de debêntures com a presença de *covenants* contábeis, aproximadamente 73%, é inferior ao encontrado por Roberts e Sufi (2009) para emissões que indicam que 96% das emissões privadas de dívidas contêm ao menos um *covenant* financeiro/contábil, dentre os quais os mais comuns são *covenants* que buscam proteção contra alavancagem e de cobertura de juros. Vale ressaltar que parcela significativa das debêntures são emissões públicas e que contam com maior fiscalização, o que pode justificar parte da queda no número de *covenants* contábeis.

Dentre os *covenants* contábeis mais utilizados, estudos anteriores, como os de Cotter (1998), Ramsay e Sidhu (1998) e Mather e Peirson (2006), destacam *covenants* embasados no nível de endividamento, no índice de cobertura de juros, índice de liquidez e pagamento de dividendos, o que também é encontrado na amostra pesquisada.

Na sequência são apresentados os setores de atuação das empresas emissoras de debêntures presentes na base de dados, separadas por ano de emissão do contrato de dívida. A subdivisão em setores é importante para se compreender a necessidade e utilização de *covenants* em setores mais/menos regulados e mais/menos avessos à instabilidade econômica ou de políticas e decisões governamentais.

Tabela 4 – Setor de Atuação por Ano

Setor	Antes das IFRS			Depois das IFRS				Total
	2006	2007	2008	2011	2012	2013	2014	
Alimentos e Bebidas	2	2	0	1	0	0	0	5
Construção	2	6	4	2	0	3	0	17
Consumo	1	2	1	0	1	0	0	5
Eletrico	9	11	4	1	5	4	2	36
Financeiro	1	7	4	1	3	0	0	16
Infra-Estrutura e Logistica	4	2	3	2	4	7	4	26
Petroleo e Gas	4	0	0	0	0	1	1	6
Telecomunicacoes	3	1	1	1	2	0	0	8
Outros	3	1	0	0	1	1	1	7
Total	29	32	17	8	16	16	8	126

4.2 Resultados das hipóteses de pesquisa

Após a apresentação da amostra por meio da estatística descritiva e resultados iniciais, a busca passa a ser pela resposta da questão de pesquisa a respeito da modificação da estrutura das cláusulas restritivas nos contratos de dívida e a discussão das hipóteses de pesquisa propostas, destacadas na sequência:

H1: Há diferença na estrutura de *covenants* nos contratos de debêntures emitidos no Brasil antes e depois da adoção das IFRS.

H2: *Covenants* com base em indicadores contábeis estão mais presentes no período pré-IFRS.

Com a base de dados preparada para tratamento estatístico, o primeiro procedimento adotado foi a realização do Teste t, para igualdade de médias e também o teste de igualdade de variâncias, com o objetivo de verificar se a existência de correlação entre as variáveis estudadas, ou seja, se os períodos antes e depois das IFRS, tinha correlação para o número de *covenants*, com isso foram realizados quatro testes para igualdade de médias e igualdade de variâncias.

O primeiro teste para verificar a correlação entre variáveis buscou relacionar as variáveis Período (antes ou depois das IFRS) e Número de *Covenants* e foi constatada a existência de diferenças de médias das amostras de número de *covenants* antes e depois das IFRS e também

a existência de diferença de variâncias entre os dois períodos para a mesma amostra, conforme resultados apresentados na Tabela 5:

Tabela 5 - Teste t e teste de igualdade de variâncias para total de *Covenants*

Teste t e Igualdade de Variâncias - Números de <i>Covenants</i> Antes e Depois das IFRS						
	Num. Observações	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança	
Antes das IFRS	78	15,371	0,526	4,643	14,32	16,41
Depois das IFRS	48	21,458	1,257	8,712	18,9	23,98
Total	126	17,69	0,634	7,115	16,43	18,94
diff= média(antes) - média (depois)		t= -5,10		H0: diff= 0	graus de liberdade	124
proporção desv/pad(antes)/desv.pad (depois)		f= 0,284		H0: proporção = 1	graus de liberdade	77,47
Ha: proporção <1		Ha: proporção dif 1		Ha: proporção > 1		
Pr(F < f)= 0		2*Pr(F < f)= 0		Pr(F > f)= 1		

O segundo e terceiro testes buscaram relacionar as variáveis Período (antes ou depois das IFRS), Número de *Covenants* de Segurança e Número de *Covenants* Não Contábeis, respectivamente, e foi constatada a existência de diferenças de médias das amostras de número de *covenants* antes e depois das IFRS e também a existência de diferença de variâncias entre os dois períodos para a mesma amostra, conforme resultados apresentados nas Tabelas 6 e 7.

Tabela 6 - Teste t e Teste de igualdade de variâncias para *Covenants* de segurança

Teste t e Igualdade de Variâncias - Núm de Cov.de Segurança Antes e Depois das IFRS						
	Num. Observações	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança	
Antes das IFRS	78	8,346	0,274	2,422	7,8	8,892
Depois das IFRS	48	11,896	0,715	4,952	10,458	13,333
Total	126	9,698	0,354	3,978	8,997	10,399
diff= média(antes) - média (depois)		t= -5,37		H0: diff= 0	graus de liberdade	124
proporção desv/pad(antes)/desv.pad (depois)		f= 0,239		H0: proporção = 1	graus de liberdade	77,47
Ha: proporção <1		Ha: proporção dif 1		Ha: proporção > 1		
Pr(F < f)= 0		2*Pr(F < f)= 0		Pr(F > f)= 1		

Tabela 7- Teste t e teste de igualdade de variâncias para *Covenants* não contábeis

Teste t e Igualdade de Variâncias - Núm. de Cov. Não-Contábeis Antes e Depois das IFRS						
	Num. Observações	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança	
Antes das IFRS	76	5,526	0,288	2,511	4,953	6,1
Depois das IFRS	47	8,383	0,585	4,014	7,205	9,561
Total	123	6,618	0,31	3,448	6,002	7,233
diff= média(antes) - média (depois)		t= -4,86		H0: diff= 0	graus de liberdade	124
proporção desv/pad(antes)/desv.pad (depois)		f= 0,3914		H0: proporção = 1	graus de liberdade	75,46
Ha: proporção <1		Ha: proporção dif 1		Ha: proporção > 1		
Pr(F < f)= 0		2*Pr(F < f)= 0,0003		Pr(F > f)= 0,9999		

O quarto teste para verificar a correlação entre variáveis buscou relacionar as variáveis Período (antes ou depois das IFRS) e Número de *Covenants* Contábeis e não foi constatada a existência de correlação entre as variáveis.

Tabela 8 - Teste t e teste de igualdade de variâncias para *Covenants* contábeis

Teste t e Igualdade de Variâncias - Núm. de Covenants Contábeis Antes e Depois das IFRS					
	Num. Observações	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança
Antes das IFRS	57	2,245	0,084	0,63473	5 2,414
Depois das IFRS	34	1,911	0,106	0,621	1,695 2,128
Total	91	2,12	0,068	0,646	1,986 2,2
diff= média(antes) - média (depois)		t= 2,44		H0: diff = 0	graus de liberdade 89
proporção desv/pad(antes)/desv.pad (depois)		F= 1,044		H0: proporção = 1	graus de liberdade 56,33
Ha: proporção <1		Ha: proporção dif 1		Ha: proporção > 1	
Pr(F < f)= 0,544		2*Pr(F < f)= 0,911		Pr(F > f) = 0,456	

Posto isto, pode-se perceber a correlação entre o número de *covenants* de segurança, não contábeis e número de *covenants* total com os períodos anteriores e posteriores à adoção das normas internacionais de contabilidade, o que fornece indícios de mudanças na estrutura das cláusulas restritivas dos contratos de dívida.

Os resultados encontrados estão em linha com os estudos de Ball, Li, e Shivakumar (2013) que identificaram uma redução na utilização de *covenants* contábeis, sendo esses substituídos por uma maior dependência de cláusulas restritivas não contábeis no período da mudança do GAAP nacional para as IFRS.

Posteriormente aos testes de correlação, foram realizados testes para buscar demonstrar a associação entre as variáveis. Desta forma, foi feita a análise de correspondência (ANACOR) entre as variáveis número de *covenants* e ano de emissão das debêntures, que mostrou a existência de associação entre uma maior quantidade de *covenants* e os anos posteriores à adoção das normas internacionais (2011-2014).

Para boa interpretação dos resultados, Batista et al. (2004) destacam que se deve ter em mente que este plano de análise tem natureza essencialmente descritiva, não comportando inferências de causa e efeito e como corolário interpretações de risco. O teste do qui-quadrado e a análise de resíduos aferem o distanciamento entre as observações realizadas e esperadas por simples aleatoriedade.

Posto isso, primeiramente tem-se os resultados de associação entre a variável Número total de *Covenants* e os períodos pré e pós-IFRS. Na realização dos testes estatísticos de associação, as variáveis relativas aos números de *covenants* de natureza quantitativa foram categorizadas em grupos de 5 cláusulas para termos a transformação em variáveis qualitativas e assim permitir a formação de mapas perceptuais. Os resultados mostram a existência de associação entre as variáveis, com um maior número de *covenants* sendo relacionado com os anos posteriores às IFRS e os anos anteriores à adoção sendo relacionados com um menor número de cláusulas restritivas, conforme pode ser notado na tabela abaixo.

Tabela 9 - Total de *Covenants* por ano

Total de Covenants	Total de Covenants x Ano							Total
	2006	2007	2008	2011	2012	2013	2014	
0 a 5	0	1	1	0	1	0	0	3
6 a 10	5	6	1	2	2	1	0	17
11 a 15	9	10	5	0	2	2	2	30
16 a 20	12	12	8	1	4	5	0	42
21 a 25	3	3	1	3	4	4	1	19
26 a 30	0	0	1	1	2	2	1	7
31 a 35	0	0	0	1	1	0	3	5
36 a 40	0	0	0	0	0	2	0	2
41 a 45	0	0	0	0	0	0	1	1
Total	29	32	17	8	16	16	8	126

A ANACOR visualiza as associações existentes entre as variáveis quando o valor da estatística qui-quadrado é significativo. A hipótese nula da estatística qui-quadrado afirma que não há associação entre as duas variáveis, e com isso existe aleatoriedade na combinação das variáveis categóricas. O output da análise de correspondência mostrado a seguir (Tabela 10) destaca que a hipótese nula da estatística qui-quadrado é rejeitada, indicando associação entre as variáveis.

Tabela 10 - Análise de correspondência - total de *Covenants* por ano

Análise de Correspondência - Total de Covenants x Ano			
Dimensão	Eigenvalue	Principal Inertia	Chi2
1	0,628	0,395	49,750
2	0,431	0,186	23,420
3	0,286	0,082	10,340
4	0,207	0,043	5,410
5	0,070	0,005	0,620
6	0,019	0,000	0,040
Total		0,711	89,580
Num. Observações	126	Prob > chi2	0,0003
Num. Dimensões	2	Inércia Explicada (%)	81,68

A tabela acima ainda mostra o percentual de informações explicada pelos eixos da técnica estatística, e o percentual de proporção da variância explicada pela dimensão. Neste caso específico podemos notar duas dimensões relevantes, com inércia acima de 15%. A análise de correspondência derivou duas dimensões para a projeção plana das categorias das variáveis, sendo que, juntas, essas dimensões conseguiram representar 81,6% das variações das distâncias χ^2 originais.

Os resultados podem ser vistos numericamente por meio das tabelas com os outputs estatísticos, assim como visualmente por meio dos mapas perceptuais gerados por meio da análise de correspondência.

O mapa perceptual gerado (Figura 1) mostra de forma gráfica uma associação entre os anos posteriores à adoção das normas internacionais e um número total de *covenants* superior presente nos contratos de debêntures firmados posteriormente a 2011, o que permite destacar uma utilização de mais cláusulas restritivas no período posterior à adoção de normas internacionais de contabilidade.

Figura 1 - Mapa perceptual - número de *Covenants* por ano

Batista et al. (2004) citam que, quando categorias de uma mesma variável se encontram em posições próximas no mapa da análise de correspondência, isto sugere que, independentemente de seus conteúdos semânticos, elas podem ser consideradas iguais no que tange à distribuição de massas do total das observações realizadas.

O mapa mostra a associação dos anos de 2011, 2012 e 2013 com o total de *covenants* presentes nos contratos na ordem de 21 a 25 e 26 a 30 assim como de 31 a 35 no período pós-IFRS, e também a maior associação entre os anos 2006 a 2008 com as subdivisões de 0 a 5, 6 a 10, 11 a 15 e 16 a 20 de *covenants* presentes por contrato.

Resultados com as mesmas características são encontrados ao realizar a análise de correspondência com as variáveis *covenants* de segurança e *covenants* não-contábeis e os períodos pré e pós-IFRS. Os resultados estatísticos mostrados por meio de Tabelas 11 e 12 ressaltam a associação entre número de *covenants* e os períodos pré e pós-IFRS.

Na análise de correspondência realizada entre os anos e o número de *covenants* de segurança é rejeitada, pelo teste qui-quadrado realizado, a não existência de associação entre as variáveis. A proporção de variâncias explicadas pelo teste estatístico também é considerável.

Tabela 11 - Análise de correspondência – *Covenants* de segurança por ano

Análise de Correspondência - <i>Covenants</i> de Segurança x Ano			
Dimensão	Eigenvalue	Principal Inertia	Chi2
1	0,585	0,342	41,150
2	0,341	0,116	14,670
3	0,279	0,078	9,860
4	0,039	0,001	0,200
Total		0,539	67,870
Num. Observações	126	Prob > chi2	0
Num. Dimensões	2	Inercia Explicada (%)	85,19

Os dados para os *covenants* não contábeis são similares aos anteriormente mostrados, com a hipótese nula de não existência de associação entre as variáveis sendo rejeitada. Entretanto vale ressaltar o maior poder preditivo da inércia neste caso. A análise de correspondência derivou duas dimensões para a projeção plana das categorias das variáveis, sendo que, juntas, essas dimensões conseguiram representar 85,2% das variações das distâncias χ^2 originais.

Tabela 12 - Análise de correspondência – *Covenants* não contábeis por ano

Análise de Correspondência - <i>Covenants</i> Não-Contábeis x Ano			
Dimensão	Eigenvalue	Principal Inertia	Chi2
1	0,447	0,199	25,140
2	0,249	0,062	7,800
3	0,175	0,031	3,880
Total		0,292	36,820
Num. Observações	126	Prob > chi2	0,0055
Num. Dimensões	2	Inercia Explicada (%)	89,47

O mapa perceptual gerado, assim como na situação existente com a variável número total de *covenants*, ressalta associação entre os anos posteriores à adoção das normas internacionais e um maior número *covenants* existentes para a variável número de *covenants* de segurança.

Figura 2 - Mapa perceptual - número de *Covenants* de segurança por ano

No que tange aos anos de 2006 a 2008 é nítida uma maior proximidade ao número de *covenants* de segurança entre 6 a 10, assim como os anos de 2011 e 2012 estão mais associados aos número de *covenants* de 11 a 15.

Os resultados apresentados permitem afirmar, e com isto responder a questão de pesquisa proposta, que ocorreram mudanças estruturais nos contratos de dívida com relação às cláusulas restritivas, no período de transição das normas internacionais de contabilidade, em que os anos posteriores à adoção das normas internacionais obtiveram um maior número de cláusulas restritivas em comparação ao período anterior à adoção de normas internacionais.

Os resultados encontrados são relevantes no sentido da aceitação do mercado com relação ao padrão de normas IFRS mesmo durante período de instabilidade econômica mundial, que ocorreu durante boa parte dos anos pesquisados. Esta afirmação é feita tendo como base o forte crescimento proporcional de cláusulas restritivas de segurança e não contábeis e estabilidade no número de cláusulas contábeis, ou seja, os credores aumentaram sua proteção por meio de diversos tipos de cláusulas, exceto as contábeis.

Com isso também não é possível rejeitar a hipótese de pesquisa H1 que destaca haver diferença na estrutura de *covenants* nos contratos de debêntures emitidos no Brasil antes e depois da adoção das IFRS.

Ocorreram aumentos significativos durante o período pós-IFRS nas cláusulas restritivas de segurança e não contábeis, de acordo com a classificação de Ramsay e Sidhu (1998), assim como não foi constatado aumento ou redução no número de cláusulas contábeis no mesmo período.

A não ocorrência de redução em termos absolutos no número de cláusulas restritivas com base em números contábeis permite também rejeitar a hipótese de pesquisa H2 que indica a maior presença de cláusulas restritivas com base em indicadores contábeis no período pré-IFRS. Entretanto é necessário ressaltar a queda proporcional de *covenants* contábeis, posto que as demais categorias de cláusulas garantiram maior participação proporcional no total de *covenants* utilizados nos contratos de debêntures.

Cabe ressaltar que a adoção das normas internacionais de contabilidade não é o único evento com potencial impacto em tal resultado, podendo ter acompanhamento das crises econômicas vivenciadas no período, assim como outros fatores econômicos que afetam as empresas. Entretanto é perceptível uma maior busca de segurança pelos fornecedores de recursos em contratos de captação e esta segurança não advém de cláusulas com base em números contábeis.

Os resultados encontrados corroboram as afirmações feitas por Ball, Li, e Shivakumar (2014) que identificaram uma redução significativa nas cláusulas restritivas à base de indicadores contábeis na sequência da adoção obrigatória das IFRS, devido à contratualidade reduzida de informações contábeis posteriores às normas internacionais. O declínio no uso de *covenants* contábeis é observado tanto para *covenants* que utilizam demonstração de resultados quanto para os que utilizam números de balanço, e as maiores quedas na utilização de *covenants* contábeis são observadas em países cujas normas nacionais pré-IFRS diferiam mais das IFRS.

Os mesmos autores ainda relatam que, em relação aos padrões nacionais anteriores, as normas IFRS também fazer maior uso da contabilidade de valor justo, que tem várias propriedades que poderiam reduzir a eficácia das informações de balanço na contratação de dívida. Desta

forma, a adoção do valor justo pode ser considerada um fator negativo para os credores, posto suas características com viés de julgamento, o que potencializa decisões adversas aos credores por parte da administração da empresa.

Os resultados encontrados ressaltam a afirmação de Brüggemann et al. (2013) que demonstraram a importância do estudo dos *covenants* com a adoção das IFRS destacando que as mudanças causadas pela adoção das normas internacionais devem ocasionar ajustes corretivos, modificações na frequência de certas cláusulas e possíveis renegociações de contratos entre as partes, o que foi encontrado na pesquisa, com maior frequência de cláusulas de segurança e não contábeis.

Demerjian (2011) faz afirmação condizente com os resultados encontrados onde mostra que recentemente se tem percebido uma queda na utilização de *covenants* com base em dados de balanço patrimonial, substrato das cláusulas contábeis, o que pode ser explicado, segundo hipótese do autor, pela mudança dos padrões contábeis, que tornou o balanço patrimonial menos útil em termos de contratos de dívida, o que vai contra os princípios citados pela implantação das IFRS, que buscaram aumentar a utilidade das demonstrações contábeis.

4.3 Resultados e consequências econômicas

Sequencialmente à análise de correspondência, que busca verificar a associação entre duas variáveis, foram realizados testes de análise de correspondência múltipla, cujo objetivo é verificar a existência de associação entre mais de duas variáveis, adicionando a variável setor de atuação nos testes.

O objetivo de adicionar a variável setor consiste em buscar identificar consequências econômicas com a mudança na estrutura das cláusulas contábeis, impactando ou se associando mais fortemente a determinados setores da economia, que buscam captar recursos por meio da contratação de dívida.

Leuz et al. (2003) e Ball (2001) consideram como fator chave o entendimento de que as regras contábeis e a sua regulação não podem ser consideradas de forma isolada, sem a compreensão de fatores institucionais e econômicos que afetem os incentivos das empresas.

Lourenço et al. (2015) esperam como consequências econômicas com a adoção das IFRS que o aumento da qualidade e da comparabilidade das demonstrações financeiras, e o consequente aumento da utilidade da informação, tenham um impacto positivo no mercado de crédito e nas decisões econômicas das empresas.

Para buscar testar algumas das afirmações e resultados encontrados por autores, assim como a hipótese de pesquisa H3 de que existe associação entre os setores, as estruturas proporcionais de *covenants* e os períodos pré e pós-IFRS foi adicionada a variável Setor, que destaca o setor de atividade de cada empresa que emitiu debêntures durante o período de análise. A tabela da sequência (Tabela 13) retrata a quantidade de empresas por setor e por ano.

Tabela 13 - Tabela setor de atuação x ano

Setor	Antes das IFRS			Depois das IFRS				Total
	2006	2007	2008	2011	2012	2013	2014	
Alimentos e Bebidas	2	2	0	1	0	0	0	5
Construção	2	6	4	2	0	3	0	17
Consumo	1	2	1	0	1	0	0	5
Elétrico	9	11	4	1	5	4	2	36
Financeiro	1	7	4	1	3	0	0	16
Infra-Estrutura e Logística	4	2	3	2	4	7	4	26
Petróleo e Gas	4	0	0	0	0	1	1	6
Telecomunicações	3	1	1	1	2	0	0	8
Outros	3	1	0	0	1	1	1	7
Total	29	32	17	8	16	16	8	126

Os resultados dos testes de associação, inicialmente entre o total de *covenants* e os setores da economia, estão representados por meio da Tabela 14, a seguir, que representa a análise de correspondência múltipla.

O output da análise de correspondência mostrado a seguir destaca que a hipótese nula da estatística qui-quadrado é rejeitada, indicando associação entre as variáveis. A tabela também mostra o percentual da variância explicada por meio da análise de correspondência múltipla.

Tabela 14 - Análise de correspondência múltipla – total de *Covenants* por setor

Análise de Correspondência - Total de Covenants x Setor			
Dimensão	Eigenvalue	Principal Inertia	Chi2
1	0,675	0,456	57,470
2	0,333	0,111	14,030
3	0,328	0,107	13,570
4	0,192	0,037	4,680
5	0,144	0,020	0,260
6	0,103	0,010	1,340
7	0,034	0,001	0,150
8	0,005	0,000	0,000
Total		0,742	93,860
Num. Observações	126	Prob > chi2	0,0089
Num. Dimensões	2	Inercia Explicada (%)	74,49

Na sequência é mostrado o mapa perceptual entre as variáveis número de *covenants* e setor, onde se pode perceber a associação entre os setores de infraestrutura e logística e um alto número de *covenants* (26 a 30, 31 a 35 e 36 a 40), assim como uma maior associação entre o Setor Financeiro e um menor número de *covenants* (0 a 5 e 6 a 10). Os demais setores apresentados se relacionam com um número intermediário de *covenants*.

Figura 3 - Mapa perceptual - número de *Covenants* x setor

Os resultados estatísticos permitem associar o setor financeiro com a existência de poucas cláusulas restritivas em seus contratos de dívida por meio de debêntures, o que pode ser

explicado por conta da natureza de *leasing* da maioria destes contratos, o que remete a garantias adicionais.

Já o setor de infraestrutura e logística mostra uma maior associação com um maior número de *covenants* (acima de 21), o que pode demonstrar certo receio por parte dos fornecedores de recursos, tendo em vista que a captação de recursos muitas vezes é utilizada para a construção de ativos oriundos de contratos de concessão realizados pelo governo brasileiro.

Quando se adiciona ao mapa supramencionado a variável Ano, tem-se um mapa gerado por meio da análise de correspondência múltipla, com as variáveis Ano, Setor e Total de *Covenants*. O mapa permite visualizar uma aproximação do setor de infraestrutura com o número de cláusulas restritivas por contrato de 26 a 30, assim como dos anos pós-IFRS com o maior número de cláusulas.

Cabe ressaltar que foram realizados testes adicionais na busca por associações com setores regulados, entretanto não foram encontrados resultados que associassem número de *covenants* com setores regulados ou não.

Figura 4 - Mapa perceptual - número de *Covenants* x setor x ano

Na sequência é apresentado um gráfico de massa gerado por meio da análise de correspondência múltipla que retrata a representatividade de cada variável presente, com relação à totalidade da amostra, assim como a proximidade entre estas variáveis. Esse gráfico de massa corrobora a maior aproximação entre os setores da economia presentes na amostra, vistos quase como unitários no gráfico, excetuando o setor financeiro e de infraestrutura /logística, que se apresentam destacados dos demais.

Com isso, a hipótese de pesquisa H3 de que existe associação entre os setores, as estruturas proporcionais de *covenants* e os períodos pré e pós-IFRS pode ser considerada em parte, visto que existe associação entre alguns setores e estruturas proporcionais de *covenants*, entretanto associações entre setores, *covenants* e períodos são descartadas dados os resultados encontrados por meio da análise de correspondência múltipla e mapas perceptuais gerados.

Figura 5 - Gráfico de massa – setor x número de *Covenants*

Outro teste realizado decorrente da análise de correspondência múltipla mostra o comportamento dos resíduos de cada item do teste de análise de correspondência múltipla. A análise de resíduos revela os padrões característicos de cada categoria de cada variável segundo o excesso ou falta de ocorrências de sua combinação com cada categoria da outra variável.

No presente estudo, buscou-se combinar as categorias de setores da economia de cada empresa segundo o excesso de ocorrências em combinações com categorias de *covenants* para, de forma estatisticamente significativa, associar setor e presença de *covenants*. Tanto para a associação entre as variáveis no teste do χ^2 quanto para a associação entre categorias de variáveis na análise de resíduos, adotou-se o nível de significância de 5%. Este nível de significância para o excesso de ocorrências corresponde ao resíduo com valor positivo superior a 1,96.

As células com resíduos padronizados acima de 1,96 demonstram ter forte associação. Com os resultados apresentados na tabela abaixo se pode notar relação entre o setor de construção com um nível intermediário de cláusulas restritivas, assim como fortalecer os indícios anteriormente mostrados de forte associação entre um baixo número de cláusulas restritivas e o setor financeiro e um alto número de cláusulas restritivas e o setor de infraestrutura/logística.

Tabela 15 - Resíduos estatísticos por setor

Total de Covenants	Resíduos Covenants x Setor		
	Construção	Financeiro	Infra-Estrutura e Logística
0 a 5	-0,692	4,597	-0,894
6 a 10	-1,751	4,575	-1,616
11 a 15	-1,254	0,12	-1,132
16 a 20	2,95	-2,46	-1,245
21 a 25	-0,411	-1,804	2,51
26 a 30	0,063	-1,038	1,495
31 a 35	0,435	-0,87	2,22
36 a 40	-0,563	-0,544	1,034
41 a 45	-0,396	-0,383	-0,512
Pearson χ^2	93,85	Pr	0,009
Likelihood-ratio χ^2	88,76	Pr	0,022

É importante citar que foram feitos testes adicionais buscando mostrar uma maior associação entre *covenants* contábeis e alguns setores da economia, entretanto não foi possível captar nenhuma relação. Ou seja, nenhum setor específico, com base na amostra, é mais dependente de *covenants* contábeis, entretanto, como demonstrado, determinados setores são fortemente dependentes de cláusulas restritivas.

A literatura prévia utilizada no estudo traz resultados semelhantes ao encontrado, podendo-se destacar Callahan, Leone, Yang, e Zhang (2014) que encontraram resultados indicando que quando os credores emprestam recursos a empresas caracterizadas por baixa qualidade contábil, os credores tendem a aumentar a restritividade do contrato de dívida através de um *design* contratual mais restritivo (por exemplo, aumentando o número de *covenants*).

Estes resultados podem ser correlacionados aos encontrados nesta pesquisa, tendo em vista a qualidade contábil dos setores de infraestrutura/logística, fortemente ligados a empresas de engenharia de capital fechado e com objetivo de captar recursos com o intuito de realizar obras contratadas por entidades governamentais ou de características de concessão.

Outro impacto relacionado aos resultados encontrados na presente pesquisa é destacado por Chen et al. (2013) que descobriram resultados que destacam o aumento nas taxas de juros, a redução do uso de *covenants* financeiros baseados em indicadores contábeis, e a diminuição da maturidade do empréstimo após a adoção obrigatória das IFRS.

Os resultados encontrados por Chen, Chen, Lobo, e Wang (2010) mostram a redução de *covenants* financeiros, assim como a presente pesquisa, e ainda destacam, como consequência econômica nos contratos de dívida com a adoção das IFRS, um aumento na taxa de juros e diminuição da maturidade do empréstimo.

Com relação à taxa de juros paga para a captação de recursos, a pesquisa não realizou análises devido ao momento de instabilidade econômica vivido no período de pesquisa e também nos diversos indexadores utilizados nos contratos. Entretanto, foram realizados testes relativos à maturidade dos empréstimos realizados que mostram a possibilidade de se destacar mudanças no prazo de maturidade do empréstimo, com resultados, apesar de fora do intervalo de confiança, destacando um aumento de prazo dos contratos como mostrado na tabela abaixo.

Tabela 16 - Teste t – prazo dos contratos antes e depois das IFRS

Teste T - Prazo dos Contratos Antes e Depois das IFRS						
	Num. Observações	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança	
Antes das IFRS	77	76,22	4,12	36,19	68	84,43
Depois das IFRS	48	86,91	7,48	51,87	71,85	101,97
Total	125	80,32	3,84	43,01	72,71	87,94
diff= mean(antes) - mean (depois)		t= -1,35		H0: diff= 0		graus de liberdade 123
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0887		Pr(T > t) = 0.1774		Pr(T > t) = 0,9113		

Os resultados, mesmo com o aspecto do intervalo de confiança maior, são opostos aos de Chen et al. (2013) que destacaram a diminuição da maturidade do empréstimo, mas são positivos sob a ótica de adoção das IFRS, pois prazos maiores de maturidade dos empréstimos criam um cenário com mais tempo para as empresas rentabilizarem os investimentos realizados.

Outros autores destacam efeitos positivos na adoção das IFRS com relação a contratos de dívida e contratação de cláusulas restritivas, principalmente com a significativa redução do custo de capital como destacado por Li (2010) e Florou e Kosi (2009) que ainda destacam que a adoção obrigatória das IFRS tem o potencial de impactar os custos de financiamento das empresas, entretanto supracitados resultados relativos a custo de financiamentos não foram foco da pesquisa.

Posto isto, pode-se enfatizar que o entendimento das situações particulares, nos diferentes setores, com a adoção das normas internacionais de contabilidade no contexto dos contratos de dívida, gera impactos no conjunto de cláusulas utilizadas e, de acordo com outras pesquisas, no prazo de maturação da dívida e taxa de juros, o que pode implicar em consequências econômicas na captação de recursos.

Na amostra da pesquisa, a discrepância entre os setores de infraestrutura/logística e financeiro em relação aos demais mostra a importância de buscar entender as modificações que ocorrem e as alterações estruturais nas cláusulas restritivas dos contratos de dívida com mudanças de leis, critérios contábeis, cenários econômicos e outros fatores que afetam os contratos de dívida.

Entender os setores mais impactados e as características estruturais de cada um deles é crucial, visto que empresas com maior incerteza de retorno na alocação dos recursos tendem a adicionar um maior número de cláusulas restritivas muito possivelmente em função da exigência de possíveis credores e instituições intermediadoras da transação.

De forma geral, os resultados mostraram uma maior utilização de *covenants* nos contratos de dívida posteriores à implantação das IFRS no Brasil, sendo que o número de *covenants* contábeis não obteve o acréscimo percebido nas outras categorias. Com relação à análise

setorial é perceptível uma maior utilização de *covenants* no setor de infraestrutura/logística e uma menor utilização por parte do setor financeiro.

Cabe ressaltar a afirmação de Daske et al. (2013) destacando que as consequências econômicas médias associadas à adoção voluntária das normas IFRS são mistas. Uma explicação para estes resultados mistos poderia ser a grande heterogeneidade entre as empresas, caso em que examinar o efeito médio pode ser enganoso.

5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

A adoção das normas internacionais de contabilidade no cenário contábil brasileiro fez com que o país trocasse um padrão com base em regras e com vínculo na contabilidade fiscal por um padrão contábil diferente, orientado por princípios, exigindo julgamento por parte dos elaboradores das demonstrações financeiras aumentando a subjetividade das informações financeiras, o que modifica tanto as demonstrações contábeis quanto outros documentos que sofrem influência destas demonstrações.

Após a realização da metodologia proposta e da análise de resultados são perceptíveis as mudanças causadas nos contratos de dívida com a introdução das normas internacionais de contabilidade no Brasil. O objetivo da tese foi mostrar as possíveis mudanças estruturais nas cláusulas restritivas com a introdução das IFRS no Brasil e as consequências econômicas decorrentes destas mudanças.

Partindo da afirmativa de Watts e Zimmerman (1986) que os relatórios financeiros podem reduzir a assimetria de informação existente entre credores e fornecedores de capital, era esperada uma maior utilização dos relatórios financeiros por parte dos fornecedores de capital, posto o aumento da transparência previsto com as normas internacionais de contabilidade.

Todavia, os resultados da tese são contrários ao esperado por Watts e Zimmerman (1986), visto que foi verificada uma menor utilização das informações contábeis na preparação das cláusulas restritivas. O novo cenário contábil, com maior espaço para julgamentos, parece ter afetado e até mesmo afastado advogados e agentes financeiros que preparam os contratos de dívida da utilização das informações contábeis.

Os resultados encontrados na tese apontam para uma maior insegurança por parte dos fornecedores de capital, com a maior utilização de cláusulas restritivas com enfoque na segurança, com proibição de investimentos, redução ao pagamento de dividendos, garantias adicionais e outras cláusulas não contábeis. Em compensação, as cláusulas contábeis perderam participação proporcional nos contratos.

Os resultados encontrados nesta tese estão em linha com estudos recentes de Ball et al. (2013), em que os autores sugerem que as IFRS enfraquecem a utilidade da informação

contábil para os credores, dado o maior interesse nos critérios de julgamento para mensuração dos números contábeis, e Ball, Li, e Shivakumar (2014) que concluem que a contabilidade pelo justo valor (IFRS) reduz assim a utilidade dos números contábeis para prever a capacidade do credor para cobrir suas obrigações futuras.

A conclusão do estudo também tem ligação com a afirmação feita por Niyama (2005), quando o autor destaca que o Brasil incorporou práticas contábeis empregadas nos mercados de capitais mais desenvolvidos, as quais têm a maior preocupação de prestar informações aos acionistas e não aos credores.

A importância dos achados deve servir para uma maior reflexão da real força que as normas internacionais de contabilidade têm para o mercado de crédito brasileiro, posto que diversos estudos têm comprovado forte utilidade destas informações para o mercado de capitais.

A afirmação de Ball et al. (2008) relativa à importância de se buscar entender a reação dos credores e contratos de dívida, quando da ocorrência de mudanças nos padrões contábeis adotados, reforça a importância dos resultados do presente estudo pois, de acordo com os autores, os relatórios contábeis possuem maior influência do mercado de crédito, contudo os achados demonstram a perda de influência dos números contábeis nos contratos de dívida.

Os resultados apresentados também mostraram a importância e utilidade dos *covenants* para setores da economia com maior incerteza quanto à lucratividade e capacidade de retorno dos investimentos e maior dependência econômica do governo. Os achados devem alertar novas empresas, credores e preparadores de contratos de dívida de setores mais fortemente afetados a se resguardarem com cláusulas que busquem garantir a execução do contrato como esperado.

Desta forma, os resultados apresentados neste trabalho completam o objetivo da pesquisa de investigar as mudanças estruturais nas cláusulas restritivas dos contratos de dívida com a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil e buscar possíveis consequências econômicas para estas mudanças.

O objetivo é completado por meio da apresentação de indícios empíricos que podem confirmar a tese de que a estrutura das cláusulas restritivas presentes nos contratos de dívida se modificou com a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

Os achados vão na mesma linha de diversos estudos recentes como Ball et al. (2014), Demerjian (2011), Chen et al. (2013), Ball et al. (2013) e Brüggemann et al. (2013) que apontam mudanças na contratação de cláusulas contábeis e ajustes na frequência e *design* das cláusulas contratuais.

Cabe também, neste momento, reafirmar que os achados da pesquisa refletem as características da amostra, de natureza não probabilística, o que impede a generalização dos resultados. Os resultados encontrados também devem ser analisados sob a ótica do método utilizado. Outros fatores econômicos como crises, mudanças de regulação setorial também ocorreram durante o período analisado o que deve ser destacado para não creditar apenas a adoção das normas internacionais de contabilidade às mudanças ocorridas na contratação de cláusulas restritivas por parte dos credores.

Para se chegar aos resultados apresentados é importante afirmar que a pesquisa foi viável devido a seu caráter multidisciplinar, com ocorrência de inter-relação das áreas contábil e jurídica principalmente, mas também com um viés de achados econômicos. Pesquisas nas áreas de falência e recuperação judicial, teorias dos contratos que são foco da Ciência do Direito estiveram presentes na composição da revisão de literatura, assim como estudos a respeito das normas internacionais de contabilidade e mercado de crédito e capitais que são áreas de estudo mais presentes no âmbito das finanças.

Desta forma, cabe dizer que o estudo busca contextualizar e relacionar diferentes áreas de estudo com tema de impacto ainda não estudado no Brasil ao unir os contratos de dívida no mercado de crédito e as normas internacionais de contabilidade.

A revisão de literatura do estudo abrange os estudos clássicos de cláusulas restritivas, assim como a literatura mais recente a respeito do tema, com publicações atuais e de diversos países que demonstram a importância do tema e também certa preocupação com o objetivo proposto pelas normas internacionais e seus resultados nos contratos de dívida.

O volume da pesquisa também deve ser explicitado, visto que o estudo dos contratos de debêntures para a composição da amostra exigiu leitura de cada contrato de forma individual para se extrair as cláusulas restritivas, assim como a interpretação destes *covenants* para a subdivisão entre as categorias sinalizadas por Ramsay e Sidhu (1998).

A base de dados para a realização da tese foi estruturada a partir de dados do contrato e com base em características dos emissores, sendo inédita e feita manualmente, sem o auxílio de bases estatísticas, o que exigiu estudo e muito trabalho na sua montagem, o que vale a ênfase neste momento.

Com os aspectos do trabalho dispostos, acredito, como realizador da pesquisa, que os resultados decorrentes da adoção das normas internacionais de contabilidade não estão sendo os esperados para o mercado de crédito, principalmente como foco do estudo na formatação de cláusulas restritivas. A presente tese e estudos recentes têm encontrado fortes indícios de queda na utilização de *covenants* com base em números contábeis e aumento na utilização de outras cláusulas restritivas.

Após a realização do estudo, a opinião do pesquisador sobre a queda na utilização das cláusulas restritivas recai sobre o receio dos usuários das informações contábeis por conta da possibilidade da maior utilização de critérios de julgamento. Este fato se deve a possíveis mudanças a serem realizadas nos critérios de mensuração e reconhecimento de dados contábeis presentes nas cláusulas restritivas, que alterariam os gatilhos de acionamento de acordo com interesses da empresa e, com isso, reduziriam sua utilidade para os credores.

Alguns efeitos positivos da adoção das normas internacionais, sob a ótica do cenário econômico, que ocorreriam no mercado de crédito como: redução dos custos de captação, natureza dos empréstimos e atração do capital estrangeiro que são destacados por Lourenço et al. (2015), Kim, Tsui, e Yi, (2011) e Ling-Ching, Hsu, e Lee (2013) não foram testados devido às condições de instabilidade econômica que ocorreram no Brasil no período de adoção, assim como por conta da dificuldade de acesso à base de dados para conseguir parte das informações, o que fica como sugestão para futuras pesquisas.

Como sugestões adicionais de pesquisas futuras na área, podem-se destacar a utilização de uma base de dados incluindo outras modalidades de captação de recursos além dos contratos

de debêntures e um estudo dos critérios de julgamento e demonstrações contábeis que impactam cláusulas restritivas.

REFERÊNCIAS

- Armstrong, C. S., Barth, M. E., Jagolinzer, A. D., & Riedl, E. J. (2010). Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review*, 85(1), 31-61.
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2001(1), 127-169.
- Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting and Business Research*, 36(sup1), 5-27.
- Ball, R. T., Hail, L., & Vasvari, F. P. (2011). Equity cross-listings in the US and the price of debt. [Working Paper, N° 274]. *ECGI-Finance*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1426586.
- Ball, R., Li, X., & Shivakumar, L. (2013, September 11). Mandatory IFRS adoption, fair value accounting and accounting information in debt contracts. *Fair Value Accounting and Accounting Information in Debt Contracts*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2278946.
- Ball, R., Li, X., & Shivakumar, L. (2014, September 18). Mandatory IFRS adoption, fair value accounting and accounting information in debt contracts. *Fair Value Accounting and Accounting Information in Debt Contracts*. Recuperado em 20 de março de 2015 de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2278946.
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2006). *Are timeliness and conservatism due to debt or equity markets? An international test of "contracting" and "value relevance" theories of accounting*. Manuscript, University of Chicago.
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, 13(2-3), 168-205.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

- Batista, B. (2013). *Reação do mercado brasileiro de ações às emissões de debêntures*. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo.
- Batista, L. E., Escuder, M. M. L., & Pereira, J. C. R. (2004). A cor da morte: causas de óbito segundo características de raça no Estado de São Paulo, 1999 a 2001. *Rev Saúde Pública*, 38(5), 630-6.
- Beatty, A., Ramesh, K., & Weber, J. (2002). The importance of accounting changes in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 205-227.
- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 154-174.
- Beckman, J., Brandes, C., & Eierle, B. (2007). German reporting practices: an analysis of reconciliations from German commercial code to IFRS or US GAAP. *Advances in International Accounting*, 20, 253-294.
- Begley, J., & Feltham, G. A. (1999). An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 229-259.
- Beneish, M. D., Miller, B. P., & Yohn, T. L. (2012). *The impact of financial reporting on equity versus debt markets: macroeconomic evidence from mandatory IFRS adoption*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1403451.
- Beneish, M. D., & Press, E. (1993). Costs of technical violation of accounting-based debt covenants. *Accounting Review*, (68), 233-257.
- Bezerra Filho, M. J. (2005). Nova lei de recuperação e falências comentada: Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. (3. ed.). São Paulo: RT.
- Bharath, S. T., Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A. (2009). Lending relationships and loan contract terms. *Review of Financial Studies*, 24(4), 1141-1203.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.

- Billett, M. T., King, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730.
- Bodie, Z., & Taggart, R. A. (1978). Future investment opportunities and the value of the call provision on a bond. *The Journal of Finance*, 33(4), 1187-1200.
- Borges, L. F. X. (1999). Covenants: instrumento de garantia em project finance. *Revista do BNDES*, 11, 1-24.
- Bozanic, Z., Loumiotis, M., & Vasvari, F. P. (2014). *Corporate loan securitization and the standardization of financial covenants*. Recuperado em 20 de março de 2015, de <https://www8.gsb.columbia.edu/faculty-research/sites/faculty-research/files/accounting/VASVARI%20PAPER.pdf>.
- Bradley, D. E., & Roberts, J. A. (2004). Self-employment and job satisfaction: investigating the role of self-efficacy, depression, and seniority. *Journal of Small Business Management*, 42(1), 37-58.
- Bradley, M., & Roberts, M. (2004). The structure and pricing of bond covenants. [Unpublished Working Paper]. *Duke University, Durham, NC*.
- Braga, J. P. (2011). *Padrões contábeis, incentivos econômicos e reconhecimento assimétrico de perdas*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Braga, J. P., de Araujo, M. B. V., da Silva Macedo, M. A., & Corrar, L. J. (2011). Análise do impacto das mudanças nas normas contábeis brasileiras: um estudo comparativo dos indicadores econômico-financeiros de companhias brasileiras para o ano de 2007. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(15), 105-128.
- Brüggenmann, U., Jörg-Markus, H., & Thorsten, S. (2013). Intended and unintended consequences of mandatory IFRS Adoption: a Review of extant evidence and suggestions for future research. *European Accounting Review*, 22(1), 1-37.
- Calixto, L. (2010). Análise das pesquisas com foco nos impactos da adoção do IFRS em países europeus. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 157-187.
- Callahan, C. M., Leone, A. J., Yang, L. L., & Zhang, J. H. (2014). *Accounting quality, debt covenants design, and the cost of debt*. (no prelo).

- Carmo, C. H. S. D. (2014). *Lobbying na regulação contábil internacional: uma análise do processo de elaboração da norma sobre reconhecimento de receitas*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Carvalho, H. (2004). *Análise multivariada de dados qualitativos: utilização de HOMALS com o SPSS*. Lisboa: Editoria Silabo.
- Chava, S., Kumar, P., & Warga, A. (2010). Managerial agency and bond covenants. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1120-1148.
- Chava, S., & Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The Journal of Finance*, 63(5), 2085-2121.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G. J., & Wang, Y. (2010). Association between borrower and lender state ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 973-1014.
- Chen, K. C., & Wei, K. J. (1993). Creditors' decisions to waive violations of accounting-based debt covenants. *Accounting Review*, 68(2), 218-232.
- Chen, T. Y., Chin, C. L., Wang, S., & Yao, C. (2013). *The effect of mandatory IFRS adoption on bank loan contracting*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2159001.
- Choi, A., & Triantis, G. (2010). Strategic vagueness in contract design: the case of corporate acquisitions. *The Yale Law Journal*, 119(5), 848-924.
- Christensen, H. B., Lee, E., & Walker, M. (2009). Do IFRS reconciliations convey information? The effect of debt contracting. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1167-1199.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116.
- Coelho, F. U. (2005). *Curso de direito comercial: de acordo com o novo código civil e a nova lei de falências*. São Paulo: Saraiva.

- Cohen, M., Katz, S. P., & Sadka, G. (2012, July). *Debt covenants and capital structure: evidence from an exogenous shock to debt capacity*. Western Finance Association 2012 Annual Meeting. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2102878.
- Comparato, F. K. (1970). *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. Curitiba: Editora Revista dos Tribunais.
- Costello, A. M. (2011). The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136.
- Cotter, J. (1998). Utilisation and restrictiveness of covenants in Australian private debt contracts. *Accounting & Finance*, 38(2), 181-196.
- Cuijpers, R., & Buijink, W. (2005). Voluntary adoption of non-local GAAP in the European Union: a study of determinants and consequences. *European Accounting Review*, 14(3), 487-524.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2013). Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions. *Journal of Accounting Research*, 51(3), 495-547.
- Debêntures. *O maior banco de dados sobre debêntures*. Recuperado em 20 de janeiro de 2015, de <http://www.debentures.com.br>.
- Decreto-Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. (2005, 9 de fevereiro). Lei de falências e de recuperação de empresas. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF.
- Decreto-Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. (2007, 28 de dezembro). Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF.

- DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 240-258.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Factors related to auditor-client disagreements over income-increasing accounting methods. *Contemporary Accounting Research*, 9(2), 415.
- Demerjian, P. R. (2011). Accounting standards and debt covenants: has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants? *Journal of Accounting and Economics*, 52(2), 178-202.
- Demerjian, P. R. (2014). *Uncertainty and debt covenants*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066731.
- Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of financial Economics*, 70(1), 3-28.
- Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The information content of bank loan covenants. *Review of financial Studies*, 23(10), 3700-3737.
- Dhaliwal, D. S., Salamon, G. L., & Smith, E. D. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics*, 4, 41-53.
- Dias, L. A. R. (2012). *Financiamento das empresas em crise*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Djankov, S., & McLiesh, C. (2005). *Doing Business in 2005: removing obstacles to growth*. World Bank, The International Finance Corporation.
- Duarte Junior, A. M. D., & Lisboa, J. L. G. (2014). Seleção de debêntures no mercado de renda fixa brasileiro. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-22.

- Ernstberger, J., & Vogler, O. (2008). Analyzing the German accounting triad “Accounting Premium” for IAS/IFRS and US GAAP vis-à-vis German GAAP? *The International Journal of Accounting*, 43(4), 339-386.
- Ertan, A., & Karolyi, S. A. (2014). *Debt covenants, expected default costs, and the implicit cost of financial reporting manipulation*. (no prelo).
- Fávero, L. P., Belfiore, P. P., Chan, B. L., & Silva, F. L. (2009). Análise de dados. *Modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., & Fouto, N. M. M. D. (2006). Escolha de meios de pagamento por populações de média e baixa renda: uma abordagem sob a perspectiva da análise fatorial e de correspondência. *Revista de Economia e Administração*, 5(2), 184-200.
- Fernandes, J. C. (2007). *Direito empresarial aplicado*. Belo Horizonte: Editora Del Rey.
- Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Mariano, B. (2014). Unfriendly creditors: debt covenants and board independence. [Working Paper, N° 443]. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance*.
- Ferreira, M. A., Flores, E., Martins, C. C., & Sampaio, J. O. (2015). *Análise do impacto do IFRS em indicadores financeiros em empresas brasileiras* (Analysis of the impact of IFRS adoption on financial variables for Brazilian companies). Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2591536.
- Figueira, A. (2003). *Procedimento HOMALS-instrumentalidade em estudos nas áreas das Ciências Sociais e Humanas. Um exemplo ilustrativo*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://www.psicologia.pt/artigos/ver_artigo.php?codigo=A0139.
- Florou, A., & Kosi, U. (2009). *The economic consequences of mandatory IFRS adoption for debt financing*. Document de travail disponible à l’adresse Internet suivante. Recuperado em 20 de março de 2015, de <http://ssrn.com/abstract,1508324>.
- Florou, A., Kosi, U., & Pope, P. F. (2012). Does mandatory IFRS adoption improve the credit relevance of accounting information. [Working Paper Series]. *INTACCT*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1679672.
- Florou, A., & Pope, P. F. (2012). Mandatory IFRS adoption and investor asset allocation decisions. *The Accounting Review*, 87(6), 1993-2025.

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Frankel, R., & Litov, L. (2007). *Financial accounting characteristics and debt covenants*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978711.
- Garleanu, N., & Zwiebel, J. (2009). Design and renegotiation of debt covenants. *Review of Financial Studies*, 22(2), 749-781.
- Gigler, F., Kanodia, C., Sapra, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 767-797.
- Gopalakrishnan, V., & Parkash, M. (1995). Borrower and lender perceptions of accounting information in. *Accounting Horizons*, 9(1), 13.
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). A century of capital structure: the leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*. (no prelo).
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44-61.
- Guay, W. R. (2008). Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 175-180.
- Guay, W., & Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 149-165.
- Hail, L., Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2009). *Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the United States: an analysis of economic and policy factors*. Available at SSRN 1357331.
- Hail, L., Leuz, C., & Wisocki, P. (2010). Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the US (Part I): conceptual underpinnings and economic analysis. *Accounting Horizons*, 24(3), 355-394.

- Hair, J. F. Jr., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.
- Henderson, B. J., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. S. (2006). World markets for raising new capital. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 63-101.
- Hobbes, T. (1960). *Leviathan or, the matter, forme and power of a commonwealth, ecclesiastical and civil*. Londres: Routledge and Sons.
- Holthausen, R. W. (2003). Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 271-283.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75.
- Houqe, N., Monem, R., & Clarkson, P. (2013). Understanding IFRS adoption: a review of current debate and consequences. *FIRN Research Paper*. (no prelo).
- Hung, M., & Subramanyam, K. R. (2007). Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of accounting studies*, 12(4), 623-657.
- Iudícibus, S. D. (2010). *Teoria da contabilidade*. (10 ed.). São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. D., Martins, E., & Gelbcke, E. R. (2009). *Manual de contabilidade das sociedades por ações*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. D., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. D. (2010). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Júnior, A. M. D., & Lisboa, J. L. G. (2014). Seleção de debêntures no mercado de renda fixa brasileiro. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-22.
- Kim, J.-B., Tsui, J. S. L., & Yi, C. H. (2011). The voluntary adoption of international accounting standards and loan contracting around the world. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 779-811.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105-231.
- Leftwich, R. (1983). Accounting information in private markets: Evidence from private lending agreements. *Accounting Review*, 58(1), 23-42.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2008). *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398.
- Li, S. (2010). Does mandatory adoption of International financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607-636.
- Lima, G. A. S. F. D. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Lima, J. B. N. (2011). *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado em 29 de agosto de 2014, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24032011-185955/>.
- Lima, V. S. D. (2011). *Incentivos no nível da firma e consequências econômicas da convergência ao IFRS no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

- Ling-Ching, A., Hsu, A., & Lee, E. (2013). Does mandatory IFRS adoption affect the credit ratings of foreign firms cross-listed in the U.S.? *Accounting Horizons*, 27(3), 491-510.
- Lopes, A., & Walker, M. (2008). *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095781.
- Lourenço, I. M. E. C., Branco, C., & de Almeida Delgado, M. E. M. (2015). Main consequences of IFRS adoption: analysis of existing literature and suggestions for further research. *Revista Contabilidade & Finanças*, (AHEAD), 26(68), 126-139.
- Mamede, G. (2009). *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Mansi, S., Qi, Y., & Wald, J. K. (2013, August 21). Debt covenants, bankruptcy risk, and issuance costs. *Bankruptcy Risk, and Issuance Costs*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1805038.
- Martinez, A. L. (2001). *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Mather, P., & Peirson, G. (2006). Financial covenants in the markets for public and private debt. *Accounting & Finance*, 46(2), 285-307.
- Miller, D. P., & Reisel, N. (2011). Do country-level investor protections affect security-level contract design? Evidence from foreign bond covenants. *Review of Financial Studies*, 25(2), 408-438.
- Muller III, K. A., Riedl, E. J., & Sellhorn, T. (2011). Mandatory fair value accounting and information asymmetry: evidence from the European real estate industry. *Management Science*, 57(6), 1138-1153.
- Nash, R. C., Netter, J. M., & Poulsen, A. B. (2003). Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 201-232.

- Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 51-89.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713-1761.
- Niyama, J. K. (2005). *Contabilidade internacional*. São Paulo: Atlas.
- Ormrod, P., & Taylor, P. (2004). The impact of the change to international accounting standards on debt covenants: a UK perspective. *Accounting in Europe*, 1, 71-94.
- Ozkan, N., Singer, Z., & You, H. (2012). Mandatory IFRS adoption and the contractual usefulness of accounting information in executive compensation. *Journal of Accounting Research*, 50(4), 1077-1107.
- Pacter, P. (2003). Convergence of IFRS and US GAAP. *The CPA Journal*, 73(3), 67.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Pereira, A. G., Bruni, A. L., Rocha, J. D., Lima Filho, R. N., & Faria, J. A. D. (2010). Teoria dos contratos, governança corporativa e auditoria: delineamentos para a discussão em teoria da contabilidade. *Anais do Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, Resende, Rio de Janeiro, Brasil, 7.
- Pestana, M. H., & Gageiro, J. N. (2005). *Descobrimos a regressão: com a complementaridade do SPSS*. Lisboa: Editora Sílabo.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2006). *Microeconomia*. São Paulo: Editora Pearson.
- Pinegar, J. M., & Wilbrich, L. (1989). What managers think of capital structure theory: a survey. *Financial Management*, 18(4), 82-91.

- Qian, J., & Strahan, P. E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: the case of bank loans. *The Journal of Finance*, 62(6), 2803-2834.
- Ramsay, I., & Sidhu, B. (1998). Accounting and non-accounting based information in the market for debt: evidence from Australian private debt contracts. *Accounting & Finance*, 38(2), 197-221.
- Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251-268.
- Roberts, M. R., & Sufi, A. (2009). Control rights and capital structure: an empirical investigation. *The Journal of Finance*, 64(4), 1657-1695.
- Santana, V. D. F., Sarquis, R. W., Lourenço, I., Salotti, B. M., & Murcia, F. D. R. (2014). *Economic effects of IFRS adoption in Brazil: an empirical analysis of stock price synchronicity*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2383363.
- Santos, E. S. (2012). Análise dos impactos dos CPCS da primeira fase de transição para o IFRS no Brasil: um exame dos ajustes aos resultados nas DFPS de 2008. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 23-43.
- Schleicher, T., Tahoun, A., & Walker, M. (2010). IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: outsider versus insider economics. *The International Journal of Accounting*, 45(2), 143-168.
- Shan, S. C., Tang, D. Y., & Winton, A. (2014, November 7). *Do credit derivatives lower the value of creditor control rights? Evidence from debt covenants*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2527704.
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 40(2), 193-205.
- Shumway, T. (2001). Forecasting bankruptcy more accurately: a simple hazard model. *The Journal of Business*, 74(1), 101-124.
- Silva, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

- Sistema Nacional de Debêntures. SND. (2010). *Preço unitário de debêntures: metodologia de cálculo*. Recuperado em 20 de fevereiro, de <http://www.debentures.com.br>.
- Smart, S. B., Gitman, L. J., & Megginson, W. L. (2007). *Corporate finance*. Mason, OH: Thomson South-Western.
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Smith Jr, C. W. (1993). A perspective on accounting-based debt covenant violations. *Accounting Review*, 68(2), 289-303.
- Stent, W., Bradbury, M., & Hooks, J. (2010). IFRS in New Zealand: effects on financial statements and ratios. *Pacific Accounting Review*, 22(2), 92-107.
- Stokes, D., & Leong, T. K. (1988). Restrictive covenants and accounting information in the market for convertible notes: further evidence. *Accounting & Finance*, 28(1), 57-73.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281-308.
- Tan, H., Wang, S., & Welker, M. (2011). Analyst following and forecast accuracy after mandated IFRS adoptions. *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1307-1357.
- Theóphilo, C. R., & Martins, G. D. A. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (Volume 2, pp. 104-119). São Paulo: Atlas.
- Tucker, G. M. (1965). Covenant forms and contract forms. *Vetus Testamentum*, 15(4), 487-503.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43(4), 445-481.
- Wang, X., Young, D., & Zhuang, Z. (2008, August). *The effects of mandatory adoption of international financial reporting standards on information environments*. American Accounting Association Conference, Anaheim, California.

- Watts, R. L. (2006). What has the invisible hand achieved? *Accounting and Business Research*, 36(sup1), 51-61.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Eaglewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall Eaglewood Cliffs, NJ.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Whittred, G., & Zimmer, I. (1986). Accounting information in the market for debt. *Accounting & Finance*, 26(2), 19-33.
- Wu, J. S., & Zhang, I. (2009). *The adoption of internationally recognized accounting standards: implications for the credit markets*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1425209.
- Wu, J. S., & Zhang, I. (2010). *Accounting integration and comparability: evidence from relative performance evaluation around IFRS adoption*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650782.
- Wu, J. S., Zhang, I. X., (2014). The adoption of internationally recognizes accounting standards: implications for the credit markets. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29(2), 95-128.
- Zhang, I. X. (2007). Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 74-115.
- Zhang, X., & Zhou, S. (2015). *Bond covenants and institutional blockholding*. Recuperado em 20 de março de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2565032.

Anexo I – Empresas com contratos de Debêntures Analisados

<u>Amostra - Empresas com contratos de Debêntures Pré-IFRS</u>		
Panamericano		
Leasing	Brasileira Energia	Real Leasing
PetroFlex	Vicunha	ItauSeg
CPFL Piratininga	CEMIG	Klabin Segall
Vivax	Lojas Americanas	NeoEnergia
	Grupo Pao de	
Bandeirante Energia	Acucar	Dibens Leasing
Ipiranga	Itapevi	Eletropaulo
CSN	Escelsa	Cemig
DASA	Localiza	Providencia
Enersul	BV Leasing	Coelba
Brasil Telecom	CBTC	Cosern
Vigor	Tractebel	Citibank Leasing
		Subestacao
ALL	BFB Leasing	EletroMetro
Autoban	Nova América	Bradesco Leasing
Ambev	Company	Usiminas
TAM	Safra Leasing	Cyrela
Braskem	CADIP	Even
Gafisa	CEMAR	Energipe
COPEL	PDG	Energisa
CELPE	Rossi	Telemar
Lupatech	BR Malls	B2W
Energisa	BNDESPar	MRV
Vale	Iguatemi	Trisul
Ecovias	Zain Participacoes	Unidas
Light	CPFL Energia	BIC Leasing
Andrade Gutierrez	J Macedo	Duke Energy
NET	Santher	Sabesp

Amostra - Empresas com contratos de Debêntures Pós-IFRS

Even	AES	Brasil Pharma
ALL	Eletropaulo	BR Towers
	Taesá	Pernambuco
BV Leasing	Algar	Energetica
CBTC	Desenvix	
Unidas	Energia	Vale
Wtorre	CART	Ouro Verde
Cachoeira Paulista	Iguatemi	Iochpe Maxion
Energia	Sabesp	Santo Antonio Energia
Cemig	Triangulo do	
Oi	Sol	Libra
BNDESPar	CEMIG	Ferreira Gomes
Energisa	BR Malls	CCR
	Ecovias	GRU Airport
Renner	Rodovia	
	Colinas	Ampla
Santander Leasing	Rodovia do	
MGI	Tiete	Minerva
Ecorodovias	JSL	Iochpe Maxion
Triunfo Participacoes	Comgas	CCR Via Oeste
	Raizen Energia	Bradesco Leasing
		CCR Anhanguera