

**Covenants Contábeis e Gerenciamento de Resultados: Evidências a partir da ICVM**  
**527/12**

**Mariana Borges Lopes**

*Universidade Federal Do Espírito Santo*

**Jose Elias Feres De Almeida**

*Universidade Federal Do Espírito Santo*

**Resumo**

Palavras-chave: covenants, gerenciamento de resultados e mercado de crédito

**COVENANTS CONTÁBEIS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS:  
EVIDÊNCIAS A PARTIR DA INSTRUÇÃO NORMATIVA DA CVM Nº527/12**

Área Temática: Contabilidade Financeira e Finanças

Mariana Borges Lopes (Mestrado – PPGCon UFES)

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida (Orientador – PPGCon UFES)

**1. Problema, Objetivos e Questão de Pesquisa**

As mudanças do ambiente regulatório podem fornecer diferentes incentivos para as decisões empresariais. O presente trabalho utiliza a Instrução Normativa da CVM nº 527/2012, que versa sobre a divulgação voluntária dos indicadores EBITDA e EBIT, como um choque exógeno ao ambiente dos contratos de dívida para investigar o efeito da mudança normativa nas práticas de gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários e de atividades reais, em resposta ao impacto da mudança nos atributos dos *covenants*.

Dentre as fontes de recursos necessárias à manutenção das atividades de uma empresa está o financiamento por meio de capital de terceiros. Nesse contexto, estabelece-se uma relação entre os tomadores de empréstimos e seus credores. Essa relação é oficializada por meio de contratos, nos quais, como salienta Watts e Zimmerman (1986) são fundamentais para o funcionamento adequado da empresa.

No entanto, alguns problemas surgem na prática a respeito da execução e da imposição dos contratos. Dentre elas a informação imperfeita e a informação incompleta. (Sunder, 1997). Os contratos são inerentemente incompletos, pois as partes contratantes não podem antecipar ou descrever explicitamente todos os estados futuros do mundo (Christensen, Nikolaev e Moerman, 2016). Nesse sentido, os *covenants* contábeis desempenham um importante papel na contratação de dívida, pois contribuem para o monitoramento da situação financeira (liquidez e endividamento) ou econômica da empresa (Beiruth, 2015).

Para atender aos critérios estabelecidos nos *covenants*, os gestores possuem incentivos para interferir na contabilidade intencionalmente ou realizarem operações, por exemplo, de fusão e aquisição ou de aumento da produção para não violar as cláusulas contratuais. (Silva e Lopes, 2009). Tais incentivos são provenientes, dentre outros fatores, de motivações contratuais, onde os gestores melhoram os resultados motivados pelos custos do inadimplemento impostos pelos credores (Healy e Wahlen, 1999).

Notadamente, existe uma relação entre os contratos de dívidas e as escolhas contábeis. A literatura que aborda essas questões é pautada na Hipótese do Nível de Endividamento, oriunda da Teoria Positiva da Contabilidade de Watts e Zimmerman (1986). Segundo os autores, essa hipótese foi desenvolvida com base na Hipótese dos *Covenants* Contratuais (*Debt Covenants Hypothesis*), no qual prevê que quanto mais próxima a empresa estiver de um limite fixado em um *covenant* baseado em números contábeis, maior será a probabilidade de o administrador utilizar procedimentos que aumentam o resultado e/ou reduzam o nível de endividamento para que não ocorra o descumprimento dessas cláusulas (Silva e Lopes, 2009).

Estudos anteriores relataram a predominância de *covenants* baseados em números contábeis nos contratos de dívida de empresas brasileiras, dentre eles se destacam os *covenants* de cobertura da dívida e cobertura de juros (Silva e Lopes, 2009). Ambos os indicadores são compostos pelo EBITDA ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Imposto de Renda e despesas com depreciação e amortização).

Todavia, discute-se a relevância de medições Não-GAAP, como o caso do EBITDA, em representar um bom indicador de avaliação da capacidade de geração de caixa das empresas. Por um lado, as empresas defendem que os lucros Não-GAAP são mais úteis em refletir o desempenho real das empresas bem como sua mudança de valor (Lev, 2019). Em contrapartida,

os reguladores acreditam que como as divulgações Não-GAAP não atendem aos princípios de reconhecimento e mensuração do padrão contábil, elas não têm credibilidade e estão particularmente propensas ao oportunismo (McClure e Zakolyukina, 2019).

Nesse contexto, as empresas que divulgam o EBITDA ajustado precisam fazer a reconciliação trazida pela ICVM 527, uma vez que o EBITDA é uma métrica que advém de interferências manuais realizadas nos números contábeis divulgadas ao mercado, que não são permitidas pelo *framework* contábil. Contudo, existe um viés discricionário na sua divulgação, que a partir da mudança normativa pode trazer diferentes incentivos para as companhias abertas.

Portanto, considerando que os resultados de estudos anteriores sobre os incentivos dos *covenants* para a realização de escolhas contábeis oportunísticas são conflitantes, além dos resultados poderem apresentar variações decorrentes do ambiente regulatório, este estudo propõe-se investigar a seguinte questão de pesquisa:

**A alteração na divulgação do EBITDA e EBIT, promovida pela ICVM 527/12 gerou um incentivo às práticas de gerenciamento de resultados pelas companhias abertas brasileiras?**

Mais especificamente, este estudo objetiva: (a) avaliar a ocorrência de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras não financeiras com registro na CVM, via *accruals* discricionários e via atividades reais após a norma entrar em vigor no mercado de capitais brasileiro; (b) investigar se o gerenciamento de resultados foi maior via *accruals* discricionários ou via atividades reais e (c) averiguar o impacto da mudança normativa no endividamento das empresas brasileiras não financeiras com registro na CVM.

## 2. Relevância do estudo

Este estudo se justifica por algumas razões, a saber: (a) do ponto de vista acadêmico, expandir a literatura sobre o tema, visto a incipiência de estudos dessa natureza no contexto brasileiro; (b) do ponto de vista dos credores, evidenciar a importância dos mecanismos de controle através de cláusulas restritivas para a tomada de decisões no mercado de crédito; e (c) do ponto de vista dos reguladores, relatar a importância de uma padronização na divulgação dos lucros Não-GAAP para a qualidade da informação contábil.

O estudo dos *covenants* no campo das ciências contábeis é relevante pois estas cláusulas estão presentes em boa parte dos contratos por meio de indicadores contábeis (Beiruth, 2015). A relevância do estudo no contexto brasileiro é explicada pelas divergências do ambiente regulatório, pois conforme apontado por Konraht e Vicente (2019) as características institucionais do mercado de crédito brasileiro apresentam baixa proteção aos direitos dos credores e baixo *enforcement* legal.

Outro ponto importante diz respeito a investigar um dos mecanismos pelo qual as informações contábeis melhoram a eficiência do contrato de dívidas. Pois conforme defende Christensen, Nikolaev e Moerman (2016), apesar das pesquisas empíricas, motivadas pelas bases da teoria da agência, documentarem evidências persuasivas em apoio à noção geral de que as informações contábeis melhoram a eficiência do contrato, os mecanismos pelos quais essa eficiência é alcançada permanecem uma questão em aberto.

## 3. Limitações e delimitações do estudo

Este estudo delimita-se a investigar a questão de pesquisa proposta na Seção 1, dentro dos seguintes limites:

- (a) Quanto ao objeto: companhias abertas com registro na Comissão de Valores Mobiliários e que apresentaram em todo período de análise seus respectivos Formulários de Referência e que contenham todas as informações contábeis necessárias para aplicação dos modelos de detecção de gerenciamento de resultados;
- (b) Quanto ao período: análise dos dados dos exercícios de 2010 a 2015;

- (c) Quanto ao momento: análise *ex post* dos efeitos decorrentes a publicação da instrução normativa.

#### **4. Fundamentação teórica**

##### **4.1 Covenants**

##### **4.1.1 Teoria Contratual da Firma e os Covenants**

Sob a perspectiva da Teoria Contratual da Firma, a empresa é vista como um conjunto de contratos explícitos (formais) ou implícitos, entre as partes interessadas na empresa, tal como acionistas, administradores, credores, fornecedores, clientes, governo e outros. Assim, cada participante contribui com algo para a firma e em troca recebe uma contrapartida (SUNDER, 1997, p. 5).

Para se manter o equilíbrio da execução dos contratos, bem como atenuar os problemas dos custos de agência e dos custos contratuais faz-se necessário implementar mecanismos de monitoramento dos contratos, por meio de incentivos que alinhem os interesses dos agentes (Jensen e Meckling, 1976) e aloquem os direitos de decisão no futuro, condicionados à realização de certos eventos, previstos e imprevisos (Armstrong et. al., 2010). Esses incentivos presentes na atuação dos administradores são provenientes de várias fontes, dentre eles os *covenants*.

Segundo Lopes (2004), a existência de *covenants* é uma prova de conflito de agência. Visto que os administradores têm uma tendência natural de assumir riscos maiores do que o desejado, os credores impõem algumas restrições sobre o funcionamento da empresa. Naturalmente, quando os *covenants* estiverem relacionados com indicadores contábeis, os gestores tenderão a administrar os resultados para não ultrapassar os limites estabelecidos.

##### **4.1.2 Covenants e os números contábeis: evidências de estudos anteriores**

O estudo seminal de Watts e Zimmerman (1986) sustenta a existência de uma forte relação entre os *covenants* e as informações contábeis, visto que os *covenants* são em sua maioria representados por números contábeis, revelando dessa forma a importância do estudo desta temática no campo das ciências contábeis.

Shivakumar (2013) esclarece que os *covenants* contratuais são compromissos assumidos pelos tomadores de empréstimos, por meio de cláusulas em contratos de dívida que limitam determinadas atividades específicas ou que impõem obrigações ao devedor de executar certas ações. Para o autor, o papel da contabilidade nos contratos de dívida é formalizado por meio deles, os quais são estipulados na maioria das vezes por números contábeis, por esse motivo as demonstrações financeiras de maior qualidade podem levar a um aumento ou uma diminuição no uso dos *covenants*.

Demerjian (2014) sugere que os *covenants* são determinados para restringir o efeito da incerteza do recebimento da dívida, sendo esta feita por meio de limites em seus números contábeis e vincula seu papel à resolução de problemas de agência. Além disso, podem evitar um possível colapso do mercado de crédito, visto que ele age como mecanismo de compromisso *ex-ante* para renegociar no futuro os termos dos contratos, quando informações adicionais sobre o tomador de empréstimo estiverem disponíveis.

#### **4.2 Gerenciamento de Resultados**

O conceito de gerenciamento de resultados ou *earnings management* mais difundido na literatura foi proposto por Healy e Wahlen (1999). Segundo os autores, tal prática ocorre quando os administradores utilizam do julgamento nas demonstrações financeiras e na estruturação de transações para alterar as informações divulgadas para lubrificar alguns *stakeholders* sobre o real desempenho econômico da firma ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

A literatura apresenta diversos modelos que buscam detectar e estimar as práticas de gerenciamento de resultados. Por um lado, alguns modelos procuram analisar a suavização de resultados, enquanto outros estimam a parcela dos *accruals* que é discricionária, ou seja, sujeita a interferências por parte dos gestores. A tabela 2 resume os principais estudos que propuseram os modelos de detecção de gerenciamento de resultados.

**Tabela 1: Principais estudos sobre modelos de detecção de gerenciamento de resultados**

Modelo	Autores
Jones Modificado	Dechow, Sloan e Sweeney (1995)
Jones Modificado combinado com desempenho	Kothari, Leone e Wasley (2005)
Jones Modificado com reversão de <i>accruals</i>	Dechow <i>et. al</i> (2012)
Fluxo de Caixa Operacional	Roychowdhury (2006)
Despesas Discricionárias	Roychowdhury (2006)
Produção Anormal	Roychowdhury (2006)

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5. Método

### 5.1 Coleta de dados

A coleta de dados para o desenvolvimento da pesquisa será dividida em duas etapas. A primeira etapa corresponde à coleta de informações sobre os *covenants* e a segunda corresponde à coleta de dados financeiros a serem aplicados nos modelos de detecção de gerenciamento de resultados.

Para a primeira etapa da coleta, será necessário construir uma base de dados própria devido a inexistência de uma base de dados que contenha todas as informações necessárias para este estudo. Dessa forma, para a construção da base de dados sobre os *covenants* será consultado os Formulários de Referência divulgados pelas empresas no site da B<sup>[3]</sup>.

Para a segunda etapa da coleta será utilizado o banco de dados da Comdinheiro, onde serão coletadas as informações contábeis. Após esse processo, as bases serão consolidadas para realização dos testes econométricos.

### 5.2 Desenho de Pesquisa

Será empregado como modelagem econométrica um *design* de pesquisa com abordagem de um *quasi*-experimento, no qual utiliza-se modelos *differences-in-differences* (DID – diferenças em diferenças), que tem por objetivo medir o efeito da mudança normativa sobre o gerenciamento de resultados, bem como no nível de endividamento das empresas. Essa abordagem impõe a criação de grupos de controle e tratamento para alcançar o objetivo proposto neste estudo. Portanto, o grupo de controle engloba as empresas da amostra que não foram afetadas pelo evento, isto é, empresas que não possuem *covenants* baseados no EBIT e EBITDA antes da norma. E as empresas de tratamento são aquelas que possuem *covenants* baseados no EBIT e EBITDA antes da norma.

Para permitir que as empresas de controle e tratamento sejam comparáveis antes da vigência da norma e que o efeito da mudança normativa não seja decorrente de diferenças entre os grupos de controle e de tratamento, será empregado a técnica do *Propensity Score Matching* (PSM) para definir o grupo de controle.

## 6. Contribuição e impacto esperado

Espera-se com este estudo contribuir para três fatores. Primeiro, para o desenvolvimento da literatura sobre o tema no contexto brasileiro, algumas modestas, porém importantes, pelas particularidades encontradas em nosso país. Segundo, reforçar a ideia dos *covenants* como mecanismo de proteção aos credores no mercado de crédito, visto a incipiência de outros instrumentos que assegurem os direitos dos credores, ao contrário do que acontece no mercado de capitais. Terceiro, contribuir para o debate sobre a divulgação de lucros Não-GAAP, que motivou a regulamentação dessa medida por meio da ICVM 527/12. Ademais, a criação de uma

base de dados sobre os *covenants* possibilitará o desenvolvimento de outras pesquisas por alunos de graduação, pós-graduação, professores e pesquisadores interessados no tema.

## 7. Principais Referências

- Beiruth, A. X. (2015). Transformação estrutural de *covenants* com a adoção das IFRS no Brasil. Tese de Doutorado (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, Brasil.
- Christensen, H.; Nikolaev, V. V.; Moerman, R. W. (2016). Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contracting Perspective. *Journal of Accounting Research*, vol. 54, n.º 2, pp. 397-435.
- Dechow, P.; Sloan, R. G.; Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, v. 70, n.2, pp. 193-225.
- Dechow, P. M.; Hutton, A. P.; Kim, J. H.; Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n.2, pp. 275-334.
- Demerjian, P. R. (2014). Uncertainty and Debt Covenants: Working paper. Available at SSRN 2066731. Acesso em: 14 Nov 2019. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2066731](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066731)>.
- Healy, P. M.; Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Sarasota, v. 13, n. 4, p.365–383.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360.
- Konraht, J. M.; Vicente, E. F. R. (2019). Determinantes da utilização de Covenants Contábeis nas Debêntures emitidas pelas empresas listadas na Bolsa, Brasil, Balcão. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. ISSN 1983-8611. São Paulo, v.12. n.1, pp. 101-119.
- Kothari, S. P.; Leone, A.; Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, [S. l.], v. 39, n. 1, p. 163-197.
- Lev, Baruch. (2019). Should you ignore Non-GAAP Earnings? Lev End of Accounting blog. Disponível em: <<https://levtheendofaccountingblog.wordpress.com/2019/11/14/11-14-19-new-should-you-ignore-non-gaap-earnings/>>. Acesso em: 15 nov. 2019.
- Lopes, A. B.; Martins, E. (Coord.) (2004). Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas.
- McClure, C.; Zakolyukina, A. A. (2019). Non-GAAP Reporting and Investment. Chicago Booth Research Paper No. 19-27. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3507069> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3507069>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335-370.
- Shivakumar, L. (2013). The role of financial reporting in debt contracting and in stewardship. *Accounting and Business Research*, v. 43, n. 4, p. 362–383.
- Silva, A. H.; Lopes, B. A. (2009). Choice of Accounting Practices in Brazil: An Analysis from the Contractual Covenants Hypothesis Perspective. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1982514> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1982514>.
- Sunder, S. (1997). Theory of accounting and control. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing.
- Watts, R. L.; Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs.