

FINANCIAMENTO EMPRESARIAL BRASILEIRO NO MERCADO DE DÍVIDA DE LONGO PRAZO*

Renê Coppe Pimentel

Doutorando em Controladoria e Contabilidade
Pesquisador do Laboratório de Mercado de Capitais
da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
da Universidade de São Paulo
re necp@usp.br

Márcio Luiz Borinelli

Doutor em Controladoria e Contabilidade
Professor não Titular do Departamento de Ciências Contábeis
do Centro de Ciências Sociais Aplicadas
da Universidade Estadual de Maringá
marciolb@usp.br

Iran Siqueira Lima

Doutor em Controladoria e Contabilidade
Professor Doutor do Departamento de Contabilidade e
Atuária da Faculdade de Economia, Administração e
Contabilidade da Universidade de São Paulo
iranlima@uol.com.br

Gerlando Augusto S. F. de Lima

Doutor em Controladoria e Contabilidade
Professor Doutor do Departamento de Contabilidade e
Atuária da Faculdade de Economia, Administração e
Contabilidade da Universidade de São Paulo
gerlando@usp.br

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar e discutir a evolução do mercado de títulos de dívidas corporativas de longo prazo e a importância desse mercado para o financiamento das empresas brasileiras e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico no Brasil. Para isso, utilizou-se uma abordagem histórica descrevendo os principais fatos do mercado de capitais brasileiro e global, fazendo uma análise da importância das captações tanto no mercado doméstico de debêntures como no mercado internacional de *eurobonds*. O trabalho apresenta, ainda, por meio de uma pesquisa exploratória, o atual panorama do financiamento das empresas brasileiras no mercado doméstico e internacional de títulos de dívida e discute o resultado atingido no volume de captações nos últimos três anos. O estudo mostra que apesar do crescimento considerável, o mercado de dívida brasileiro ainda é pequeno comparado com países desenvolvidos. As explicações para isso derivam do próprio histórico do mercado (curto prazo das emissões e altas taxas de inflação e juros), falta de liquidez dos títulos no mercado secundário, grande concorrência do setor público por recursos, altos custos de captação e de manutenção e burocracia, corroborando, dessa forma, com os estudos de Mihaljek, Scatigna e Villar (2002), Hawkins (2002) e Jiang, Tang e Law (2002).

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Desenvolvimento Econômico; Títulos de Dívida; Debêntures; *Eurobonds*.

BRAZILIAN CORPORATE FINANCING IN THE LONG-TERM DEBT MARKET

ABSTRACT

This article analyzes and discusses the evolution of the corporate bond market and the importance of this market to the financing of Brazilian companies, and consequently to economical development in Brazil. To that end, a historical approach was used, describing the main facts of the Brazilian and global capital markets, and analyzing the importance of raising funds both in local debentures market in the international eurobond market. The article also presents, through a descriptive study, the current scenario of corporate Brazilian financing in local and international markets, and discusses the result achieved in the volume of fundraising in the last three years. The study shows that, in spite of considerable growth in the last few years, the Brazilian debt market is still modest compared to developed countries. The explanation for this

* Artigo apresentado no VI International Finance Conference, Santiago do Chile - Chile, 2006.

is derived from the history of the market (with short-term issuances and high inflation), low securities liquidity in the secondary market, and high competition for resources from the public sector, high fundraising and maintenance costs, and bureaucracy, which corroborate studies by Mihaljek, Scatigna and Villar (2002), Hawkins (2002), and Jiang, Tang and Law (2002).

Keywords: Capital Market; Economic Development; Debt Market; Debentures; Eurobonds.

1 INTRODUÇÃO

Há uma aceitação generalizada dos impactos positivos que um sistema financeiro desenvolvido proporciona na economia, em termos de produtividade, acumulação de capital, aumento de poupanças e crescimento econômico. Portanto, o mercado de capitais assumiria relevância na alocação eficiente de recursos entre agentes poupadores e investidores, proporcionando às empresas financiamento de seu crescimento e expansão. (LIMA e ANDREZO, 2002, p.15).

Dessa forma, este estudo, fundamentado na plataforma teórica da relação entre desenvolvimento econômico e mercado de financeiro (proposta inicialmente por Schumpeter (1934)), tem como objetivo analisar e discutir a evolução do mercado de títulos de dívida corporativa de longo prazo e a importância e eficácia desse mercado para o financiamento das atividades produtivas no Brasil. São analisadas as emissões de dívidas no mercado doméstico de debêntures (emissões nacionais) e mercado internacional de *eurobonds* (emissões globais).

A questão que este artigo se propõe a responder é se a partir de análise histórica e exploratória, o mercado de dívida está cumprindo seu papel no financiamento produtivo das empresas brasileiras. Essa questão se justifica, pois, conforme Casagrande Neto *et al.* (2002, p.88), ter um mercado sólido de dívidas privadas é mais do que um pressuposto para o fortalecimento do sistema econômico, uma vez que reduz a dependência do crédito bancário, permite o alongamento dos prazos, oferece maiores volumes e funciona como uma excelente oportunidade de *funding* para as empresas que não querem emitir ações.

O problema pesquisado tem implicações não só econômicas mas contábeis, gerenciais e financeiras, pois, conforme apontam Hendriksen e Van Breda (1999) e Lopes (2002), com o desenvolvimento do mercado de capitais o sistema contábil assume grande importância para a tomada de decisão de investidores (que procuram diversificação e maximização do retorno de seus investimentos) e

gestores (que decidirão quais as melhores fontes de recursos e qual a melhor combinação entre capital próprio e de terceiros).

2 ABORDAGEM METODOLÓGICA

Do ponto de vista metodológico, a partir do objetivo estabelecido (analisar e discutir a evolução do mercado de títulos de dívidas corporativas), a estratégia de pesquisa adotada baseia-se em pesquisa exploratória e descritiva. Conforme Gil (1989, p.45), pesquisas exploratórias "têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses" e "as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno." Segundo o autor há, ainda, pesquisas que, embora definidas como descritivas a partir de seus objetivos, acabam servindo mais para proporcionar uma nova visão do problema, o que se aproxima das pesquisas exploratórias.

Também, por se tratar de narrativas de acontecimentos e tendências e acontecimentos, principalmente econômicos, ao longo do tempo, a estratégia de pesquisa pode ser classificada como historiográfica, de acordo com a classificação de Martins e Theóphilo (2007).

3 POR QUE INCENTIVAR O CRESCIMENTO DO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA?

Conforme Lima, Lima e Pimentel (2006), títulos de dívida corporativa são títulos que uma empresa emite junto a terceiros e que asseguram a seus detentores direitos contra a companhia emissora, nas condições estabelecidas na escritura de emissão. Os recursos são, normalmente, utilizados para aquisição de participações acionárias, implantação de projetos, alongamento do perfil de endividamento e capital de giro.

Essas emissões podem ser de curto, médio e longo prazos e podem ocorrer no mercado local ou internacional. As emissões no mercado local:

- 1) se de curto prazo, são denominadas notas promissórias ou *commercial papers* e
- 2) se de longo prazo, são denominadas debêntures. A emissão de debêntures e notas promissórias no Brasil é regulamentada pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S/As, n.º 6.404/76) e exige registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As emissões no mercado internacional:

- 1) se de curto prazo, são denominadas *commercial paper* (até um ano);
- 2) se de médio prazo (em geral até 10 anos), são denominados *notes* ou *euromotes* e
- 3) se de longo prazo (em geral acima de 10 anos) utiliza-se o termo *bond* ou *eurombond*¹. As vantagens das emissões internacionais é que exigem menos registros e burocracia, pois não está subordinada às leis de um país específico e os participantes do mercado são investidores institucionais (fundos de investimento ou de pensão, por exemplo).

3.1 Experiências Internacionais

Segundo Turner (2002), com exceção de alguns países asiáticos, o mercado de dívida corporativa tem sido tradicionalmente subdesenvolvido em países emergentes. Para o autor, um pré-requisito para que exista um mercado de dívida corporativa desenvolvido é que exista algum tipo de avaliador do risco de crédito das emissões, por isso, os países emergentes deviam reforçar e desenvolver as agências classificação de *rating* de crédito, bem como suas formas de avaliação de empresas de acordo com a estrutura contábil e jurídica específica de cada país.

Ainda segundo Turner (2002) outro fator que deve ser melhorado nos países emergentes para impulsionar o mercado de dívida corporativa é a estrutura de *disclosure* (evidenciação) corporativo, pois em alguns casos em que não são divulgadas adequadamente informações, torna-se inviável e não confiável a avaliação de risco nas empresas. Também, o autor verifica a existência do problema de liquidez dos títulos no mercado secundário, para ele, a falta de liquidez dificulta operações de investidores que buscam operações no curto prazo.

Mihaljek, Scatigna e Villar (2002) atestam que onde o mercado de dívida corporativa é desenvolvido se observa que houve uma forte mudança na forma de financiamento

do setor produtivo. Assim, um mercado desenvolvido de títulos pode suprir a necessidade de financiamento das empresas em períodos de baixa liquidez no mercado bancário, bem como, espera-se que com um mercado forte exista maior concorrência entre o financiamento por emissão de títulos e o financiamento por empréstimos bancários. Além disso, o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa apresenta correlação positiva e significativa com o desenvolvimento do mercado de ações. Os autores relacionaram a capitalização de mercado das empresas em bolsa de valores e as emissões domésticas de títulos de dívida, ambas em relação ao PIB dos países e verificaram que países que apresentam mercado doméstico de títulos de dívida privados mais desenvolvidos apresentam, com significância estatística, maior mercado de ações.

Mihaljek, Scatigna e Villar (2002, p. 13) identificam, também, que outras vantagens na emissão de títulos são de aspecto interno à empresa, pois uma estrutura de dívida favorece aos acionistas em função do incentivo fiscal derivado da dedutibilidade das despesas oriundas dos juros pagos aos detentores dos títulos de dívida e em função da própria alavancagem nos resultados. Verificam, ainda, resultados positivo para incentivar o mercado primário de títulos de dívida, no entanto, "o mercado secundário continua pobre na maioria das economias emergentes. Existe muito menos sucesso em títulos de dívida corporativos."

Jeanneau e Tovar (2006) verificam que, em mercados emergentes, os maiores desafios para o mercado de dívida são:

- 1) o grande risco de refinanciamento, ou seja, o risco de que emissões de prazo mais curto sofram com aumentos nas taxas de juros impedindo um financiamento a taxas constantes e
- 2) a falta de liquidez dos títulos. Apesar de algumas regiões aparentarem menos vulneráveis à choques econômicos, algumas expectativas menos positivas de mercado podem expor mercados domésticos à pressões indesejáveis e, a esse respeito, os autores sugerem políticas governamentais que fortaleçam o mercado de dívida.

4 A ECONOMIA E O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

De acordo com Casagrande Neto *et al.* (2002, p. 89), "a análise da história mostra que o Brasil tem tendência à renda fixa (mesmo em tempos de baixas

¹ A denominação "euro" não implica que os títulos sejam emitidos ou negociados apenas na Europa mas no mercado internacional ou "euromercado". Portanto, o título pode ser negociado ao mesmo tempo em diversos mercados simultaneamente, por exemplo, negociações simultâneas ocorrendo na América, Europa e Ásia.

taxas de juros)." Sendo essa afirmação correta, por que o mercado de títulos de dívida no Brasil ainda está aquém de seu potencial total?

Considerando-se os padrões internacionais, as empresas que atuam no Brasil possuem um alto índice de financiamento por meio de empréstimos bancários. Segundo Nascimento (2004, p. 130) "o sistema bancário nacional responde por mais de 90% do crédito privado e é extremamente concentrado no curto prazo." Esse panorama teve início desde a formação e expansão do parque industrial brasileiro ocorrida na década de 50. Outra característica é que existe uma forte participação de instituições financeiras governamentais na forma de financiamento das empresas brasileiras.

Conforme discutem Suzigan *et al.* (1972), na década de 50 e início da década de 60, observaram-se profundas alterações no perfil industrial, em virtude dos maciços investimentos na infra-estrutura e nas indústrias de transformação. Essas mudanças implicaram a imobilização de recursos financeiros por períodos mais longos, em vista de sua aplicação em setores nos quais são maiores a intensidade de capital, os prazos de maturação e as escalas de produção. Esse período foi, fortemente, marcado por planos de atuação governamental no processo de desenvolvimento econômico, em que ficou caracterizada a ação financiadora do BNDE², basicamente sob forma de crédito aos setores de utilidade pública.

No entanto, durante a década de 60, ante à falta de canais eficientes de obtenção de financiamentos externos de médio e longo prazos, o Governo foi levado a utilizar técnicas de financiamento interno - auto-financiamento e tributação, sendo a primeira por meio de taxa cambial e da própria inflação (com emissão descontrolada de moeda) e a segunda largamente utilizada, pois a parcela do PIB - Produto Interno Bruto - recolhido pelo Governo cresceu de 14,9% em 1949 para 20% em 1959³. (LIMA e ANDREZO, 2002, p.77).

Com esse panorama de alta inflação e instabilidade econômica, houve um desestímulo à formação de poupança, inibição dos investidores e, conseqüentemente, dificuldade de captação de recursos a médio e longo prazos. De acordo com Lima e Andrezo (2002, p.57) "a escassez de recursos de médio e longo prazos levou as empresas a se financiarem com recursos

de curto prazo, o que limitava o crescimento." Essa situação diferia bastante de outros países desenvolvidos que já haviam passado pelo processo de democratização do capital.

Dessa forma, o desempenho do mercado de capitais como fonte de financiamento empresarial, até meados dos anos 60, não se revestia de maior importância, conforme apontado por *Suzigan et al.* (1972) e Lima e Andrezo (2002). A insignificância das emissões de títulos emitidos por Governo e empresas e a escassa absorção de novas poupanças atestavam a grande dificuldade existente na época para se conseguir canalizar voluntariamente poupança privada.

A forte inibição aos investimentos de longo prazo, derivada de aspectos conjunturais e uma crescente desorganização dos mercados financeiros e de mercadorias, tiveram seu momento crítico no início dos anos 60. Não existia uma estrutura legal com finalidade de regular as atividades desenvolvidas no mercado de capitais e o Governo focava suas atenções na instituição de políticas monetárias e fiscais para conter a inflação e neutralizar seus efeitos.

Em 1964, em meio ao caos do sistema financeiro, foram tomadas diversas medidas para organizar e dar consistência ao mercado nacional. Uma das medidas foi a constituição de um Banco Central unificado como já havia sido feito na maioria dos países, pois até aquela data as diversas funções típicas de um Banco Central eram divididas e dispersas em um emaranhado de instituições. Também foi proposta uma grandiosa reformulação do sistema financeiro e foram tomadas medidas no aspecto tributário e econômico. Dentre essas medidas destacam-se⁴:

- 1) Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 4.595/64): Constituiu-se de reformulação completa do Sistema Financeiro Brasileiro, determinando seus agentes e integrantes, criando, assim, o Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (Bacen) e determinando os papéis do Banco do Brasil S/A e das demais Instituições Financeiras Públicas e Privadas.
- 2) Lei do Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728/65): Representa a primeira regulamentação para o mercado de capitais no Brasil. Com isso, houve o estabelecimento de normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de

² BNDE - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, criado em 1952 para suprir a carência de capital social básico e de infra-estrutura econômica para suportar um processo de industrialização. Originou-se por meio de um adicional de 10% sobre o imposto de renda de pessoas físicas e jurídicas.

³ Atualmente, esse percentual atingiu cerca de 33% do PIB.

⁴ Não estão apresentadas em ordem cronológica, mas de forma a facilitar a compreensão dos acontecimentos.

investimentos destinados a apoiar o desenvolvimento nacional e atender a crescente demanda por crédito. Assim, foram definidos padrões de conduta para os participantes do mercado e houve a criação de novas instituições e o fortalecimento das já existentes, bem como incentivou-se que as companhias abrissem seu capital.

- 3) Lei de Capitais Estrangeiros (Lei n.º 4.131/62): É a referência básica sobre a relação entre o Brasil e capitais estrangeiros e investidores internacionais. Essa lei definiu regras e conceitos acerca da entrada e saída de capitais estrangeiros ao Brasil, bem como seu respectivo controle.
- 4) Lei de Correção Monetária (Lei n.º 4.357/64): Com essa lei foi possível praticar operações financeiras com taxas de juros reais positivas o que não ocorria por conta da Lei da Usura⁵; com isso, verificou-se um grande estímulo à geração de poupança e investimentos.
- 5) Leis específicas para regulamentação de Poupança Compulsória e dos Mercados de Seguros (Decreto-lei n.º 73/66), Capitalização (Decreto-lei n.º 261/67), Bancos de Investimentos, Bolsas e Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (TVM).

A ampla reforma estendeu-se pelos anos 70 com a regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimento (Resolução n.º 145/70), das atividades de Consórcio (Lei n.º 5.768/71 e Decretos n.ºs 70.951/72 e 72.411/73), das Auditorias Independentes (Resolução n.º 220/72 e Circulares n.ºs 178 e 179/72), das operações de *leasing* (Lei n.º 6.099/74 e Resolução CMN n.º 351/75) e com a criação do Serviço Especial de Liquidação e Custódia - Selic⁶, em 1972.

Com tais medidas, foi possível um desenvolvimento mais sustentado e consistente do mercado de capitais. Esse crescimento estimulou e exigiu que, em 1976, dois fatos muito importantes ocorressem para a continuação do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e para o sistema contábil nacional. O primeiro fato foi a criação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM que possuía poderes para disciplinar, fiscalizar e estabelecer medidas de atuação no mercado de valores mobiliários. A CVM foi instituída nos moldes da SEC⁷ americana que já

possuía um histórico de mais de 40 anos na atuação no mercado norte-americano, o maior mercado de valores mobiliários do mundo.

O segundo fato importante ocorrido, em 1976, foi a reformulação e reestruturação da Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404/76) que buscava assegurar às minorias acionárias o direito de dividendos mínimos em dinheiro, disciplinar gratificação a diretores e empregados, aperfeiçoar o mecanismo de auditoria e facilitar o funcionamento das sociedades de capital autorizado.

A Lei das Sociedades por Ações foi substancialmente importante para a definição de métodos contábeis coerentes com a conjuntura econômica e política que vivia o Brasil. Essa lei, bem como a criação da CVM, são pontos relevantes no estudo deste trabalho, pois, a partir disso, deu-se base para a regulamentação, fiscalização e negociação não só de títulos de renda variável mas, também, de títulos de renda fixa de longo prazo representados pelas debêntures conforme serão abordados adiante.

Diversas outras medidas foram tomadas para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e para facilitar o financiamento de empresas no processo produtivo, abrindo outras possibilidades de obtenção de capital que não os empréstimos bancários. Essas medidas, também, incentivaram a criação voluntária de poupança entre os poupadores e estimularam a captação de recursos por meio de emissão de títulos representativos de capital próprio e de dívidas.

Outro marco econômico relevante que afetou positivamente o mercado de capitais foi a estabilização dos indicadores inflacionários a partir do Plano Real, em 1994, que posicionou os índices de inflação em níveis substancialmente mais baixos que os apresentados antes da criação do plano.

Também, a partir dos anos 90, foi possível observar a abertura da economia brasileira ao mercado internacional de forma muito mais acentuada do que observado nos anos 80, propiciando um fluxo de capitais estrangeiros nunca visto anteriormente na história desse país. Adicionado a isso, pode-se citar os avanços no fluxo de informações proporcionados

⁵ Lei da Usura (Decreto n.º 22.626/33) estabelecia que a taxa máxima de juros permitida em operações financeiras era de 12% ao ano. Apesar de não especificar se era taxa nominal ou real a maior parte das interpretações remetia a primeira (nominal), o que com a alta inflação observada no país durante longo período gerava taxa de juros reais negativas, mais um motivo ao desestímulo à poupança.

⁶ A Selic foi criada para simplificar a sistemática de negociação e custódia dos títulos públicos no mercado aberto. Antes de 1972 a custódia era feita por processo manual, bem como suas negociações não sistematizadas.

⁷ SEC - *Securities and Exchange Commission*, criada em 1934.

pela extrema evolução nos meios de comunicação e transmissão de dados derivados das novas tecnologias da informação.

5 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA

5.1 O Mercado Doméstico

Até meados dos anos 60, o mercado de capitais teve pouca importância para a economia nacional. Conforme os fatores já citados anteriormente, havia barreiras para geração de poupança nacional e o mercado de capitais era desorganizado e segmentado. Com a Lei do Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728/65) houve uma evolução no sentido de estruturar o mercado e estimular a poupança e aplicações no país melhorando as condições de captação de recursos.

Porém, mesmo com um mercado mais estruturado, era preciso viabilizar as aplicações em relação ao processo inflacionário que deturpava todo o sistema financeiro. Até essa década, era inviável emitir títulos de renda fixa, uma vez que a Lei da Usura limitava a taxa de juros real a 12% ao ano diante de uma inflação muito superior a isso. Conforme Lima e Andrezo (2002), o mercado operava fora da esfera bancária, como ocorreu com as Financeiras⁸ que operavam com títulos desagiados que já previam a expectativa de inflação, antecipando, assim, a desvalorização da moeda. Com isso, o mercado criava a expectativa de inflação antes que ela ocorresse de fato, o que não era do interesse do Governo tendo em vista o fator psicológico-inflacionário gerado.

A Lei do Mercado de Capitais, também, possibilitou a correção monetária dos títulos *a posteriori*, para emissões de debêntures. Com isso, os investidores seriam protegidos, caso ocorresse uma desvalorização da moeda durante o período de vida do título. No entanto, a autorização para emissões de debêntures com cláusulas de correção monetária estava limitada à captações com vencimento igual ou superior a um ano e a correção deveria seguir títulos similares emitidos pelo Governo. Dessa forma, o mercado passaria a contar com maior proporção de instrumentos básicos do mercado de capitais que haviam sido banidos devido à alta inflação, como as debêntures.

Com a volta das debêntures, as empresas poderiam contar com recursos de "prazos mais longos" já que as fontes de recursos de longo prazo eram limitadas e a emissões de ações ou o crédito bancário não eram vantajosas.

No início da década de 70, o mercado de capitais passou a ser visto como uma fonte potencial e promissora de recursos financeiros e, em 1976, duas grandes medidas foram tomadas para fortalecer as empresas nacionais e assegurar o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. Essas medidas foram:

- 1) a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e
- 2) a Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404/76).

A CVM passou a ter poder de regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais enquanto a Lei das S/As tinha como objetivo criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, imprescindível à sobrevivência das empresas privadas.

A Lei das S/A que se revelava mais sofisticada em relação a lei anterior, foi de grande importância para a emissão de títulos de dívida, uma vez que até aquele momento (1976) havia uma grande rigidez na legislação sobre o assunto, haja visto que a primeira regulamentação sobre títulos de dívida é datada de 4 de novembro de 1822 com a Lei n.º 3.050 que denominava tais títulos como "obrigações ao portador". O Decreto n.º 8.821 de dezembro de 1882, por sua vez, foi o primeiro a usar a expressão "debêntures" para tais títulos. Em 1891, o Decreto n.º 434 consolidou as regras existentes, depois, em 1933 e 1938, novos decretos foram emitidos.

Foi, portanto, a Lei das S/A, em seu Capítulo V - Artigos 52 ao 74 definindo regras e procedimentos para a emissão das debêntures, que determinou os tipos de garantias dadas aos investidores e os tipos de remuneração, inferiu sobre a conversibilidade em ações e exigências acerca da emissão de títulos ao público, tanto em aspectos internos a empresa, como em relação ao mercado e os investidores.

Portanto, a partir de 1976, empresas abertas registradas na CVM - com exceção das instituições financeiras - poderiam emitir debêntures no mercado nacional mediante o cumprimento de todos os dispositivos formais. A partir de então, conforme

⁸ Companhias de Crédito e Financiamento, também conhecidas como financeiras. Essas desenvolveram mecanismos que contornavam a Lei da Usura, conforme Lima e Andrezo (2002, p.22).

atestam Lima e Andrezo (2002, p.122), "inúmeras inovações ocorreram para ampliar seu uso e as debêntures transformaram-se em um importante instrumento de captação de recursos."

Com as medidas tomadas, nas décadas de 60 e 70, para organização e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi verificado um substancial aumento no mercado de títulos privados no Brasil. Com o aumento do volume e da complexidade do mercado, tornou-se necessário um sistema seguro e ágil para a negociação dos títulos.

Para atender a tal necessidade, em 1986, foi criado um sistema de registro de operações em terminais computadorizados que abrangia a custódia, a negociação e a liquidação financeira das operações. Esse sistema foi denominado CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. A CETIP substituiu a troca de títulos por meio de cheques de compensação manual e aboliu a emissão de faturas e a movimentação física dos títulos, já que o sistema gerencia toda a movimentação por intermédio de terminais eletrônicos nas instituições que operam com as negociações dos títulos privados.

Atualmente, as negociações são totalmente eletrônicas, eliminando movimentações físicas dos títulos e o arquivamento de documentos. Com isso, agilizou-se o processo de transferência de propriedades e demais processos vinculados à negociação dos títulos. Na CETIP são realizadas a custódia e a liquidação financeira de diversos títulos privados e alguns públicos e a negociação dos títulos pode ser feita por empresas de qualquer natureza, desde que adquiram cotas patrimoniais ou abram contas, dependendo do tipo de pessoa jurídica. Podem adquirir cotas as instituições financeiras, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários; já investidores institucionais, pessoas jurídicas não-financeiras e outras devem preceder à abertura de conta.

Em junho de 1996, para impulsionar o volume de operações e garantir a adequação do mercado em termos de preço e liquidez, foi criada a SOMA - Sociedade Operadora do Mercado de Acesso. A SOMA constitui-se no primeiro mercado de balcão organizado do país e foi inspirado no modelo norte-americano da NASDAQ⁹. A SOMA tem o objetivo de efetuar o registro das operações, promover sua divulgação de forma detalhada, ágil e ampla, além

de fiscalizar o cumprimento das disposições legais e regulamentares que as disciplinam.

A custódia dos títulos negociados na SOMA deve ser feita por entidade autorizada pela CVM e os participantes podem ser instituições financeiras, sociedades corretoras e distribuidoras e as pessoas jurídicas interessadas em operações de formação de mercado para títulos e valores mobiliários, desde que preencham os requisitos regulamentares exigidos pela CVM.

Em 2001, houve a criação do BovespaFix criado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Conforme Casagrande Neto *et al.* (2002), trata-se de um mercado de renda fixa que não concorre com o de ações e que foi lançado após estudo das tendências mundiais e das condições brasileiras. O BovespaFix prevê custos de registros mais baratos para as empresas, propostas de simplificação das debêntures e da introdução de registros escriturais e mercado primário mais barato.

A proposta do BovespaFix é de criar um ambiente eletrônico de negociação para a formação de preços mediante um sistema dirigido por ordens, diminuindo custos de liquidação e reforçando a transparência e nível de informações do mercado. Dessa forma, com o fácil acesso aos títulos, a perspectiva é de ampliação do número de investidores, aumentando a liquidez do mercado secundário dos títulos. (CASAGRANDE NETO *et al.*, 2002).

Em 2004, para atender a necessidade de liquidez no mercado e simplificação do processo de emissão dos títulos a CVM, por meio da Instrução n.º 404/04, autorizou a emissão de debêntures padronizadas, com cláusulas padronizadas de emissão e com formadores de mercado para propiciar liquidez mínima aos títulos.

5.2 O Mercado Externo

Segundo Fabozzi e Modigliani (1992), durante a década de 80, as atividades de empréstimos e financiamentos no mercado financeiro internacional foram alteradas dos tradicionais empréstimos bancários sindicalizados para operações com títulos negociáveis no mercado, como os *eurobonds* ou instrumentos securitizados.

Para discutir as emissões brasileiras de títulos no exterior (*bonds e eurobonds*), faz-se necessário, preliminarmente, um breve relato do processo de

⁹ NASDAQ - National Association for Securities Dealers Automated Quotation.

abertura à captação de recursos por entidades brasileiras. Em 1962, foi criada a Lei de Capitais Estrangeiros (Lei n.º 4.131/62). Essa lei é o estatuto básico que define e regulamenta as operações com capitais estrangeiros, possibilitando um maior relacionamento entre o Brasil e os investidores internacionais. A lei regulamenta tanto o endividamento externo indireto (empréstimos bancários) como direto (emissão de títulos) das empresas.

Para Freitas *et al.* (1999), "na década dos 70, os empréstimos bancários eram a modalidade de crédito externo mais barata e abundante."¹⁰ De fato os empréstimos em moeda passaram a ser a principal fonte de recursos externos. Mesmo o Governo Brasileiro que havia feito emissões até 1931 não emitiu títulos no mercado internacional no período de 1931 a 1972. Foi só em fevereiro de 1972 que o Governo Brasileiro efetuou sua primeira emissão, feita na Alemanha, denominada em *European Currency Units*. Após isso, foram feitas outras emissões pelo Governo em Marco Alemão, Dólares Americanos e Yens nos anos de 1972, 1973 e 1974.

A primeira colocação de títulos de uma empresa

brasileira no exterior só ocorreu em 1976, sendo que a companhia que efetuou a emissão foi a Companhia Vale do Rio Doce, que naquela época era controlada pelo Governo Brasileiro. Logo em seguida outras emissões de títulos privados foram feitas por empresas estatais: a Petrobras, Light, BNDE, Cesp e Eletrobras, escolhendo preferencialmente o mercado alemão pela maior facilidade de colocação dos papéis aos investidores. A partir desse ano houve uma considerável evolução das empresas brasileiras no mercado internacional.

Conforme Lima e Andrezo (2002, p.92) "a colocação de títulos atingiu seu maior volume em 1978, quando alcançou o montante de US\$ 938,5 milhões [...] devido ao ciclo decrescente de taxa de juros ocorrido nos diversos mercados internacionais." Mesmo com o aumento da utilização do mercado de títulos de dívida, esse mercado, ainda, era inexpressivo em relação ao volume de empréstimos tomados no sistema bancário.

Até o final da década de 70, a evolução nos lançamentos de *eurobonds* corporativos no exterior pode ser vista na Tabela 1.

Tabela 1 - Lançamentos de *bonds* corporativos brasileiros nos mercados internacionais de capitais a partir de 1972

Emissor	Valor (Milhões)	Prazo	Cupom
1976			
Cia.Vale do Rio Doce	DM 70	8 anos com 2 anos de carência, opções aos 6 anos	9%
Cia.Vale do Rio Doce	DM 100	10 anos com 5 anos de carência, opções aos 6 anos	8,5%
1977			
Light	DM 100	5 anos	8,5%
BNDE	DM 100	10 anos com 4 anos de carência, opções aos 6 anos	8,5%
BNDE	DM 50	7 anos	9,25%
Eletrobras	DM 150	10 anos com 5 anos de carência, opções aos 6 anos	7%
Cia. Vale do Rio Doce	¥ 10.000	18 anos com 3 anos de carência	8,1%
Petrobras	DM 150	7 anos	7%
CESP	DM 50	7 anos	7%
CESP	DM 50	7 anos	7%
1978			
BNDE	DM 200	8 anos	6,75%
Cia. Vale do Rio Doce	Sw.Fr. 50	12 anos	4,75%
Eletrobras	DM 150	8 anos	6,75%
Eletrobras	¥ 10.000	12 anos com 6 anos de carência	7,6%
Light	DM 150	8 anos	6,75%
BNDE	¥ 16.000	10 anos com 5 anos de carência	6,5%
BNDE	Sw.Fr. 75	10 anos	5%
Petrobras	DM 100	10 anos com 5 anos de carência	7%
Eletrobras	KD 10	12 anos, opção 7 anos	8,25%
1979			
Eletrobras	DM 100	8 anos	7%
CESP	KD 10	12 anos, opção 8 anos	8,125%
BNDE	US\$ 50	10 anos	1,4%+Libor 3m.
BNDE	Sw.Fr. 75	10 anos	5%
Eletrobras	DM 125	10 anos	8,10%
Light	DM 125	10 anos	8,5%

Fonte: Captação de Recursos no Mercado Internacional. Carlos Thadeu de Freitas, FGV/RJ, 1981 *apud* Lima e Andrezo (2002)

¹⁰ Segundo Freitas *et al.* (1999), isso ocorria devido ao fato de que "o financiamento através de emissão de títulos era caro devido à escassez de demanda, uma vez que os agentes líquidos [...] aplicavam seus recursos em depósitos bancários no euromercado, a expansão do mercado internacional de títulos ocorreu ao longo dos anos 80, mas apenas na década dos 90 esse mercado tornou-se acessível às instituições dos países periféricos."

O Brasil chegou a ter uma posição privilegiada na captação de recursos por meio de emissão de *eurobonds* no mercado internacional entre os países em desenvolvimento no final dos anos 70, captando cerca de 19% e 17% do total de títulos emitidos por países emergentes em 1977 e 1978, respectivamente. Contudo, cerca de 80% do volume das emissões brasileiras referia-se a emissões do Governo (títulos da dívida externa).

No início dos anos 80, uma série de acontecimentos econômicos afetou significativamente o mercado de títulos brasileiros: verificou-se uma grande restrição e fuga do crédito internacional ao Brasil e o Governo Brasileiro, para financiar seus gastos e pagar a dívida externa, utilizou o mercado interno por meio de colocação de títulos públicos, porém com prazos curtos e taxas elevadas, prejudicando o mercado de títulos privados internos.

Na verdade, muitos brasileiros (e alguns estudos) consideram a década de 80 como uma década perdida em relação ao desenvolvimento brasileiro, pois o Governo concentrava seus esforços, de forma ineficaz, na estabilização da inflação, e tanto o setor financeiro quanto o setor produtivo foram extremamente prejudicados.

Segundo Freitas *et al.* (1999), o ano de 1991 representa o momento inicial de retorno do país ao mercado internacional de capitais, haja vista a legislação bastante favorável à colocação de papéis no exterior, ao isentá-la de Imposto de Renda sobre juros e demais custos associados, desde com prazo superior a dois anos. Em 1992 foram tomadas medidas para definir e estimular prazos mínimos dos títulos como a cobrança do IOF¹¹.

Com a retomada do crescimento nos anos 90 pôde-se observar uma crescente procura do mercado internacional de *eurobonds* por empresas brasileiras. No entanto, conforme afirma Valle (2000), tais captações ficam restritas a grandes empresas e com reconhecida imagem no mercado internacional.

Uma outra característica nas emissões de *eurobonds* brasileiros é a significativa participação de instituições

financeiras como emissoras de títulos, em razão da possibilidade de repasse ao mercado interno por meio de empréstimos bancários.

Em 2005, houve recorde nas captações no exterior por meio de *eurobonds* por conta de uma alta liquidez e demanda do mercado internacional, principalmente por títulos de empresas brasileiras. Com essa demanda foram possíveis algumas inovações para emissões brasileiras como, por exemplo, o lançamento de *eurobonds* perpétuos, ou seja, sem data de vencimento fixada. O Banco Bradesco foi a primeira instituição a lançar *eurobonds* perpétuos; após isso, outras empresas (Brasken e CSN, por exemplo) lançaram papéis com essas características.

Outra inovação foi a emissão de títulos no mercado internacional denominada em reais. Primeiramente, o Governo brasileiro fez a emissão de US\$ 1,5 bilhão denominados em reais com grande aceitação (demanda de US\$ 7 bilhões). Porém, conforme Lucchesi (2005), o mercado internacional ainda não tem um histórico para títulos denominados em reais, sendo o sucesso dessas emissões uma expectativa para os emissores e investidores.

6 A ATUAL SITUAÇÃO DAS CAPTAÇÕES POR TÍTULOS DE DÍVIDA DE LONGO PRAZO

Segundo o BIS (2006), o ano de 2005 pode ser considerado período favorável ao mercado internacional de títulos de dívida, em especial aos títulos de países emergentes. Do ponto de vista interno (mercado doméstico) os três últimos anos representaram os maiores volumes de captações da história, conforme evidencia o Gráfico 1.

6.1 O Mercado Doméstico

O Gráfico 1 mostra a evolução histórica do mercado primário de ações, debêntures e notas promissórias comerciais (também conhecidas como *commercial paper*, títulos de curto prazo) nos últimos nove anos.

¹¹ IOF - Imposto sobre Operações Financeiras. A evolução das alíquotas pode ser encontrada no trabalho de Freitas *et al.* (1999, p. 64).

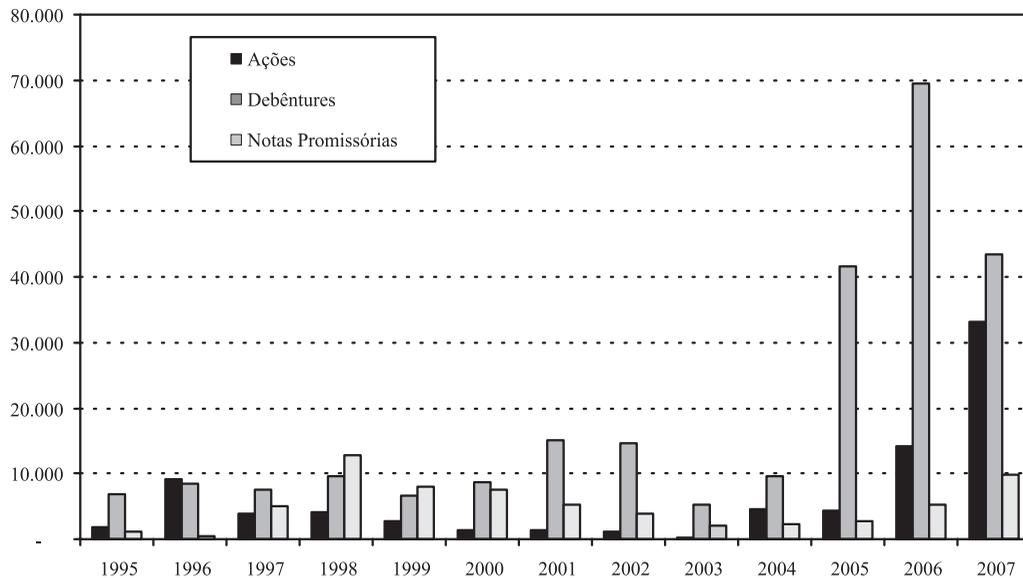


Gráfico 1 - Evolução do mercado primário de ações, debêntures e notas promissórias no período de 1997 a 2005 (em Milhões de Reais)

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da CVM

É, facilmente, percebido o descolamento do volume de captações de debêntures em 2005, 2006 e 2007. A maior parte de todas as emissões entre 1997 e 2007, cerca de 33%, foi

destinada a aquisição de bens para arrendamento por empresas de *leasing* (arrendamento mercantil) conforme pode ser observado no Gráfico 2.

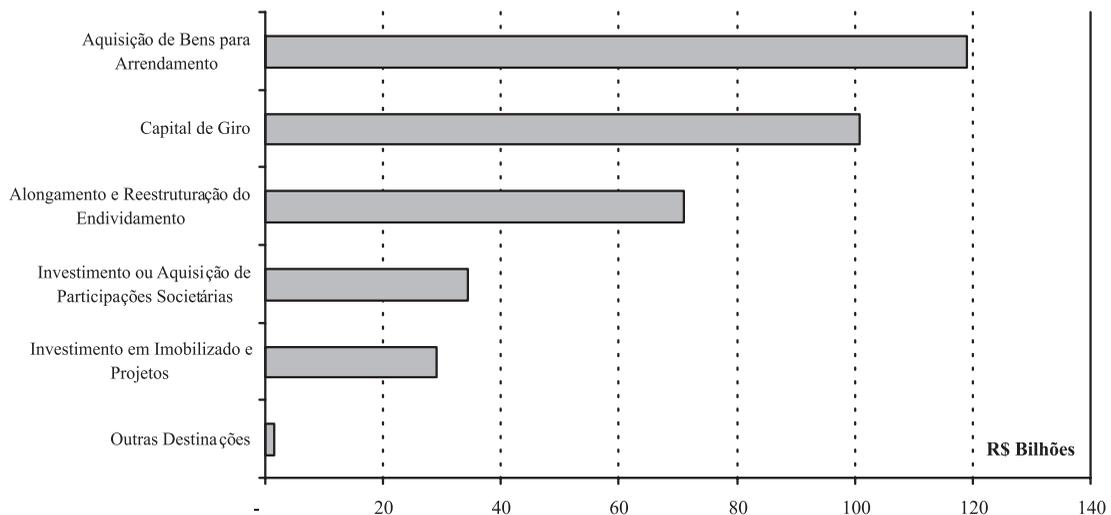


Gráfico 2 - Destinação dos recursos captados por meio de debêntures, entre 1995 e 2007

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da CVM

Com relação ao mercado secundário das debêntures, as diversas iniciativas para desenvolver o mercado secundário parecem surtir efeitos, pois o volume total de debêntures negociadas, conforme

Gráfico 3, cresceu de forma exponencial principalmente nos últimos quatro anos, atingindo seu ápice em 2007 com volume anual total de debêntures negociadas no mercado secundário de

R\$ 22,5 bilhões. O resultado obtido no mercado secundário, nos últimos anos, é expressivo quando comparado com o histórico nacional, mas quando comparado a mercados desenvolvidos, esse volume de negociação é pequeno.

Tradicionalmente, as negociações de debêntures acontecem, em sua grande maioria, no mercado de

balcão (*over-the-count market* - como o SomaFix: Balcão Organizado de Renda Fixa da Bovespa) entre investidores qualificados (fundos de previdência, fundos de investimentos, companhias de seguros etc.), sendo de difícil acesso aos pequenos investidores. Com a criação do BovespaFix e a criação de emissões padronizadas de debêntures, a liquidez do mercado aumentou.

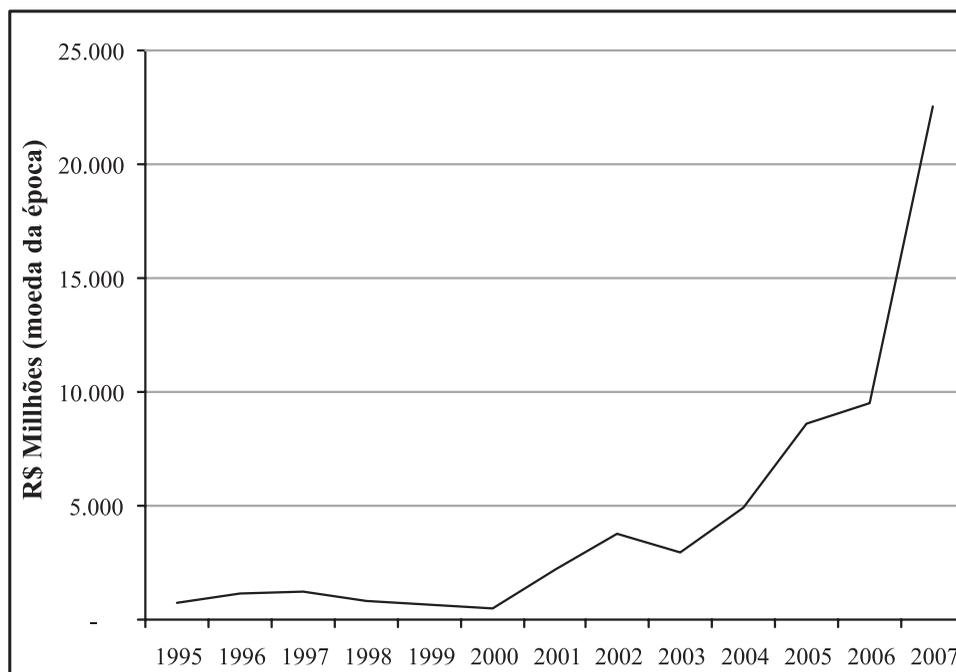


Gráfico 3 - Volume médio anual negociado no mercado secundário de debêntures (R\$ Milhões)

Fonte: Elaborado pelos autores com dados do Sistema Nacional de Debêntures (SND)

Mesmo com o constante incentivo ao mercado primário e secundário de renda fixa, Lima, Lima e Pimentel (2006) identificam, de acordo com estudos do mercado brasileiro e de estudos feitos em outros países em desenvolvimento, os seguintes desafios para um desenvolvimento sustentável do mercado doméstico de títulos de dívida corporativos de longo prazo:

- sistemas contábil e de auditoria confiáveis;
- sistema jurídico eficiente na resolução de casos de falências;
- mercado secundário de títulos livres de risco;
- mercado secundário abrangente em termos de investidores e eficiência na liquidação das operações;
- eficiência na previsão de insolvência de empresas e *ratings* financeiros e operacionais;
- cultura de investimentos no mercado de capitais;
- taxa de juros atrativas para emissão de títulos

- corporativos em detrimento de títulos do governo;
- menores custos na emissão de debêntures.

6.2 O Mercado Externo

De acordo com Lima, Lima e Pimentel (2006), um dos grandes atrativos para emissões de títulos no mercado externo é o maior prazo de vencimento das captações, haja vista que emissões globais sem prazo de vencimento determinado (emissões perpétuas). Nos últimos três anos, em especial 2005, o mercado internacional apresentou sinais de extrema liquidez com alta demanda de títulos de países emergentes com cenário bastante favorável, termos de taxa de juros e reduzida aversão ao risco.

O Gráfico 4 evidencia o saldo de títulos brasileiros emitidos e negociados no exterior entre os anos de 1996 e 2005.

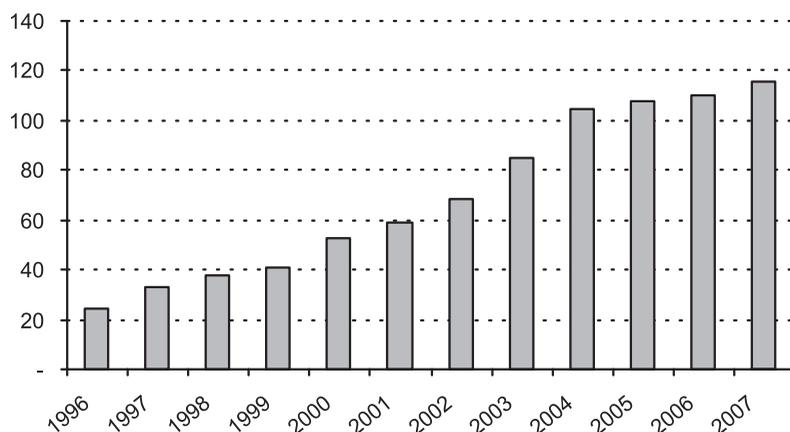


Gráfico 4 - Saldo em Carteira de Eurobonds Brasileiros (em bilhões de dólares)

Fonte: Elaborado pelos autores com dados do BIS

Conforme pode ser observado no Gráfico 4, o saldo de títulos brasileiros emitidos e negociados no exterior tem aumentado exponencialmente entre 1996 e 2007. Com o cenário favorável à aceitação de títulos emergentes após a crise argentina e brasileira, o Brasil aproveitou para emitir títulos internacionais denominados em reais. No Brasil, o passo inicial foi dado pelo Tesouro Nacional, que emitiu cerca de R\$ 3,4 bilhões (aproximadamente US\$ 1,5 bilhão) em setembro de 2005. Em seguida, a Eletropaulo e a Votorantim, sendo essa última a primeira empresa a emitir títulos em reais e indexados ao índice de inflação brasileiro (no caso o IPCA, índice oficial de inflação do Brasil). A emissão estava, inicialmente, prevista para R\$ 100 milhões, porém foram captados R\$ 200 milhões em razão da alta demanda pelos títulos.

A alta liquidez demandada por títulos brasileiros no mercado internacional, principalmente por investidores asiáticos, proporcionou diversas emissões pelo Tesouro Nacional e empresas fazendo com que o total de títulos brasileiros negociados no mercado internacional chegassem a US\$ 119 bilhões.

No ano de 2005, também, foi iniciada uma seqüência de emissões de títulos sem vencimento determinado (*eurobonds* perpétuos). A primeira emissão foi feita pelo Banco Bradesco, no final de maio, no volume de US\$ 300 milhões e, em seguida, pela Brasken no montante de US\$ 150 milhões em junho. Após, outras emissões foram feitas com as mesmas características quanto ao não vencimento nos papéis. Essas emissões tiveram função importante para instituições financeiras, pois as captações sem

vencimento determinado entram como capital de referência no cálculo dos indicadores da Basiléia.

Segundo Assaf Neto (2006), a captação por meio de títulos no exterior é uma solução alternativa para empresas brasileiras em razão da desburocratização e rapidez das operações e, também, das menores taxas de juros e maior liquidez e demanda do mercado internacional. Em contrapartida aos benefícios do mercado internacional existe o risco de variação cambial. Assim, por conta do alto custo do *hedge* (proteção) contra a desvalorização do real, muitas empresas continuam relutantes em captar em dólares no exterior. Companhias com receitas em reais têm preferido quitar dívida externa e tomar dívida no mercado interno sendo que as exportadoras, que possuem *hedge* natural, são as mais fortes candidatas a realizar operações no exterior.

5 CONCLUSÃO

Baseado em pesquisas históricas e exploratórias de dados, este artigo buscou, tanto no mercado brasileiro quanto no mercado internacional, relacionar os principais fatos relativos ao crescimento do mercado de títulos de dívida como otimizador das transferências de recursos entre agentes deficitários e superavitários.

O Brasil teve um processo muito recente de crescimento do mercado de capitais, no entanto, o estudo apresentou um cenário de mudanças no sistema financeiro brasileiro mostrando que cada vez mais as empresas buscam o mercado de

capitais para financiar suas atividades, minimizando a dependência do setor produtivo ao sistema bancário, assim, corrobora aos autores Jeanneau e Tovar (2006).

No ano de 2005 foi possível observar um crescimento quantitativo e qualitativo do mercado de títulos de dívida corporativos, tanto no mercado doméstico com as debêntures quanto no mercado externo com as emissões de *eurobonds*. Todavia, ainda, são muitos os obstáculos a serem superados no mercado de títulos corporativos, sendo o principal, as elevadas taxas de juros da economia. Também, ações no sentido de desburocratizar as operações minimizando custos, criar um sistema contábil confiável, incentivar o mercado secundário e criar uma cultura de poupança e investimento entre a população.

O mercado de capitais é grande fonte de estudo de pesquisadores e profissionais do mercado. Não obstante, a grande atenção parece estar voltada às ações, sendo poucos os trabalhos que se aprofundam no mercado de dívida e sua importância para o financiamento do setor produtivo e chave para o crescimento econômico. Assim, sugerem-se estudos da utilização desse tipo de instrumento na estrutura de capital das empresas emissoras, bem como, na composição das carteiras dos investidores do mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. *Annual Report*. Diversos anos de 1995 a 2006. Disponível em: <www.bis.org>. Acessos: no primeiro semestre de 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 10/12/2006.

CASAGRANDE NETO, Humberto *et al.* **Mercado de capitais**: a saída para o crescimento/série Abamec. In: XVII Congresso Abamec. São Paulo: Lazuli, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16/12/2005.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. **Capital markets**: Institutions and Instruments. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

FREITAS, Maria C.P. *et al.* **Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90**. São Paulo: Fapesp/Ipea, 1999.

GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BRENDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução de Antonio Z. Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

JEANNEAU, Serge; TOVAR Camilo E. Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges. *BIS Quarterly Review*, June, 2006.

LIMA, Iran S.; LIMA, Gerlando A. S.; PIMENTEL, Renê C. **Curso de mercado financeiro: Tópicos Especiais**. São Paulo, Atlas, 2006.

LIMA, Iran Siqueira; ANDREZO, Andrea Fernandes. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2. ed. São Paulo: Thomson Pioneira, 2002.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson Pioneira, 2002.

LUCCHESI, Cristiane P. Cai o Preço do Bônus do Governo em Reais. **Valor Econômico**, São Paulo, 13/10/2005.

MARTINS, Gilberto A.; THEÓPHILO, Carlos R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MIHALJEK, Dubravko; SCATIGNA, Michela; VILLAR, Agustin. Recent Trends in Bond Markets. In: **BIS paper 11 - The development of bond markets in emerging economies**. Basel, Switzerland: 2002.

NASCIMENTO, Marcelo L. **Financiamento: Importância para o Crescimento Econômico, Condicionantes e Análise do Caso Brasileiro**. 2004. Dissertação (Mestrado em Economia). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

SCHUMPETER, J. A. **The theory of economic development**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

SUZIGAN, Wilson. *et al.* **Financiamento de projetos industriais no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1972.

TURNER, Philip. Bond Markets in Emerging Economies: an Overview of Policy Issues. *In: BIS paper 11 - The development of bond markets in emerging economies*. Basel, Switzerland: 2002.

VALLE, Maurício R. **O custo de captação nos mercados americanos de bonds e internacional de eurobonds**: Uma análise das Maiores Empresas do Setor Papel & Celulose. 2000. Tese (Doutoramento em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo.

Endereço dos autores:

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Contabilidade e Atuária
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908
Cidade Universitária
São Paulo - SP - 05508-900

Universidade Estadual de Maringá
Departamento de Ciências Contábeis
Av. Colombo, 5790
Maringá - PR
87020-900