



**Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais**

**Unidade Barreiro  
Graduação em Ciências Contábeis**

**DEBÊNTURES:  
UM IMPORTANTE INSTRUMENTO DE CAPTAÇÃO DE  
RECURSOS**

**Dayana Gonçalves Aguilar  
Evanir Pereira Amaral  
Luana G. Martins Ribeiro Sousa  
Manuele Fernanda V. Nascimento.**

Belo Horizonte  
2009

**Dayana Gonçalves Aguilar  
Evanir Pereira Amaral  
Luana G. Martins Ribeiro Sousa  
Manuele Fernanda V. Nascimento.**

**DEBÊNTURES:  
UM IMPORTANTE INSTRUMENTO DE CAPTAÇÃO DE  
RECURSOS**

Trabalho Interdisciplinar do curso de Ciências Contábeis (ênfase em Controladoria) nas disciplinas Análise de Custos, Contabilidade Avançada, Direito Empresarial, Introdução à Ciências Atuariais, Introdução ao Estudo das Ciências Sociais e Métodos Quantitativos.

Orientadores: Cristiane Trani  
Guilherme Dabul  
Marcelle C. Corrêa  
Márcio Souza  
Margareth de Carvalho  
Paulo de Oliveira

## **RESUMO**

Atualmente no mercado de capitais a emissão de debêntures é umas das principais fontes de captação de recursos para as empresas, uma vez que as debêntures oferecem várias vantagens e flexibilidade à companhia emissora. Neste trabalho o objetivo é demonstrar os custos de emissão e um breve comparativo com outras formas de captação, propiciando uma análise da capacidade das debêntures como ferramenta financeira de recursos, explorando assim os procedimentos de lançamentos das debêntures no mercado de capitais e as leis que asseguram o cumprimento das obrigações aos debenturistas.

## **LISTA DE SIGLAS**

**SDN – Sistema Nacional de Debêntures**

**DI – Taxa Média Diária de Operações do Mercado Interfinanceiro**

**TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo**

**ANDIMA - Associação Nacional de Instituições de Mercado Financeiro**

**CVM – Comissão de Valores Mobiliários**

**S.A – Sociedade Anônima**

**BACEN – Banco Central do Brasil**

**IPCA – Índice de Preços ao Consumidor**

**BNDS – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**

**IR – Imposto de Renda**

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>07</b>
<b>1.1 Problemática .....</b>	<b>07</b>
<b>1.2 Justificativa.....</b>	<b>07</b>
<b>1.3 Objetivos .....</b>	<b>08</b>
<b>1.3.1 Objetivo Geral .....</b>	<b>08</b>
<b>1.3.2 Objetivos Específicos .....</b>	<b>09</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>09</b>
<b>2.1 O Sistema Capitalista .....</b>	<b>09</b>
<b>2.2 Captação de Recursos .....</b>	<b>11</b>
<b>2.3 Captação de Recursos Via Debêntures .....</b>	<b>12</b>
<b>2.3.1 Conceito de Debêntures .....</b>	<b>12</b>
<b>2.3.2 Agente Fiduciário .....</b>	<b>12</b>
<b>2.3.3 Processo de Emissão .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3.4 Características .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3.5 Quanto a Veracidade das Informações .....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.6 Quanto ao Cancelamento das Debêntures .....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.7 Quanto a Competência da CVM .....</b>	<b>17</b>
<b>2.3.8 Formas de Remuneração .....</b>	<b>17</b>
<b>2.3.9 Formas de Amortização .....</b>	<b>19</b>
<b>2.4 ANDIMA no Mercado de Debêntures .....</b>	<b>19</b>
<b>2.5 A Cetip e o Sistema Nacional de Debêntures (SND) .....</b>	<b>20</b>
<b>2.5.1 Participantes dos Mercado .....</b>	<b>22</b>
<b>2.6 Custo Financeiro na Emissão de Títulos Mobiliários .....</b>	<b>22</b>
<b>2.6.1 Custo de Oportunidade .....</b>	<b>23</b>
<b>2.6.2 Custo de Capital .....</b>	<b>23</b>
<b>2.6.3 Custo de Capital Próprio x Capital de Terceiros .....</b>	<b>24</b>
<b>2.7 Risco .....</b>	<b>26</b>
<b>2.8 Risco Sistemático e Não Sistemático .....</b>	<b>27</b>
<b>2.9 Risco de Inadimplência .....</b>	<b>27</b>
<b>2.10 Relação ao Risco, Retorno e Investidor. ....</b>	<b>27</b>
<b>2.11 Fatores de Maximização do Risco em Relação às Debêntures.....</b>	<b>28</b>

<b>2.12 Evolução do Mercado das Debêntures .....</b>	<b>29</b>
<b>3 METODOLOGIA DE PESQUISA .....</b>	<b>31</b>
<b>3.1 Tipo de Pesquisa .....</b>	<b>31</b>
<b>3.2 Método de Pesquisa .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3 Instrumento de Coleta de Dados .....</b>	<b>32</b>
<b>3.4 Tratamento dos Dados .....</b>	<b>32</b>
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>33</b>
<b>4.1 Análise Comparativa e Viabilidade de Captação Via Debêntures .....</b>	<b>33</b>
<b>4.1.2 Caso Prático MRV Engenharia e Participações S.A .....</b>	<b>33</b>
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>37</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>38</b>

## **INTRODUÇÃO**

O mercado de títulos mobiliários brasileiro passou por diversas transformações nos últimos anos devido à globalização da economia. Todas estas transformações afetaram também as instituições que tiveram que se adequar a essas mudanças para que não ficassem fora do mercado perdendo em competitividade.

Para acompanhar o desenvolvimento mundial as grandes corporações tiveram que aumentar suas estruturas e investir pesado em tecnologia utilizando como forma de captação de recursos para fazer estes investimentos não os financiamentos bancários, mas optando por fazer lançamento de debêntures.

A emissão de debêntures para injeção de recursos nas empresas é uma crescente no cenário econômico e hoje elas apresentam grandes vantagens em termos de custo, flexibilidade e atratividade na captação de recursos de terceiros com pagamento em longo prazo e garantias de recebimento por parte de seus detentores.

### **1.1 Problemática**

A problemática deste trabalho consiste na verificação das vantagens e desvantagens de se captar recursos via debêntures uma vez que o mercado oferece outras formas de captação de recursos de terceiros.

### **1.2 Justificativa**

A emissão de debêntures apresentou nos últimos anos um crescimento considerável. O mercado mobiliário hoje apresenta forte tendência na utilização de debêntures como ferramenta financiadora de novos investimentos. Diante deste fato, esta pesquisa busca elucidar por qual motivo o mercado de debêntures sofre essa alteração. Buscando, através de uma pesquisa bibliográfica descritiva, conhecer os motivos de se captar recursos no mercado via debêntures, uma vez que, grandes empresas têm utilizado este instrumento como

financiador de capital, proporcionando ganhos tanto para quem ás lança, quanto para quem adquire, bem como, os procedimentos realizados para seu lançamento, as garantias que as empresas emissoras fornecem a seus investidores e as obrigações que tem para com os debenturistas.

O trabalho também apresentará um comparativo entre as debêntures e outras formas de financiamentos evidenciando as vantagens que oferecem em termos de custo de emissão.

Por se tratar de uma pesquisa bibliográfica descritiva, este trabalho não pretende apresentar resultados definitivos sobre o uso de debêntures na captação de recursos para investimentos. O enfoque é demonstrar o potencial deste título mobiliário que tem sido grande financiador em tempos de crise e que mantém o seu desempenho mesmo após estabilidade econômica. E os dados apresentados poderão servir de base para novas pesquisas sobre o assunto tendo em vista a amplitude do assunto e as várias vertentes a serem analisadas uma vez que o comportamento do mercado é imprevisível.

Ainda é importante ressaltar que este trabalho se baseia em informações da ANDIMA (Associação Nacional de Instituições de Mercado Financeiro) e da SND (Sistema Nacional de Debêntures) além de dados da CVM (Comissão de Valores Imobiliários)

## **1.3 Objetivos**

### ***1.3.1 Objetivo Geral***

Verificar se as debêntures são realmente um bom instrumento de captação de recursos de terceiros de forma a proporcionar maior maximização de lucros para a empresa.



### ***1.3.2 Objetivos Específicos***

- Analisar os riscos inerentes da operação de emissão de debêntures tendo em vista a característica de longo prazo do título;
- Identificar os custos financeiros no lançamento de debêntures no mercado, fazendo um comparativo entre a mesma e outras formas de captação de recursos;
- Demonstrar a evolução das debêntures no mercado nos últimos anos frente a outros títulos mobiliários;
- Descrever as formas de remuneração dos acionistas e dos investidores (debenturistas) e as garantias a eles concedidas no ato da emissão e como a remuneração pode influenciar na atratividade do papel.
- Apresentar as vantagens e desvantagens, do ponto de vista da empresa emissora de debêntures destacando a flexibilidade, a atratividade e a redução de custos.

## **2 - REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 O Sistema Capitalista**

Na visão Karl Marx (1959), a economia política ensina que o trabalho é a fonte de toda a riqueza e a medida de todos os valores, de tal modo, que dois objetos cuja produção custou o mesmo tempo de trabalho e têm o mesmo valor devem ser trocados um pelo outro, visto que em geral, apenas valores iguais podem ser trocados entre si. Entretanto, também ensina que existe uma espécie de trabalho armazenado a que chama capital. Este capital, graças às possibilidades que contém, multiplica por cem e por mil a produtividade do trabalho, restituindo para tal certa compensação a que se chama lucro ou benefício.

O ponto de partida do capital é o proprietário do meio de produção, em resumo o capitalista. Coincidindo nele o ponto de partida e o de retorno, pois é para o capitalista que (o dinheiro) retorna. Portanto, Marx traduzido por Bruni (1978) diz que: “o lucro de um homem significa o prejuízo de outro.”.

Na concepção do autor, o dinheiro reflui dependendo do modo de reprodução do capital, se for emprestado como dinheiro, reflui sob a forma de capital circulante. Se for emprestado como maquinário, construções, etc.; há de funcionar como capital fixo. E que, os capitalistas valorizam o capital através da troca; compram mercadoria por um valor e revendem-na a seguir por um valor mais elevado. É a este excedente sobre o capital inicial que Marx (1959) chama de mais valia, para ele a mais valia é a fração de trabalho não pago. O valor de cada mercadoria é medida pelo trabalho que a sua produção exige. A força de trabalho existe na forma de um operário que necessita do salário para sobreviver e sustentar sua família que assegura a persistência da força de trabalho.

O valor da força de trabalho é pago, mas esse valor é muito menor do que aquele que o capitalista arrecada da força de trabalho, e a diferença, do trabalho não pago constitui precisamente a parte do capitalista, ou mais exatamente, da classe capitalista. E também com esse trabalho não pago que se pagam os impostos do estado e das municipalidades, na medida em que esses impostos atingem a classe capitalista e as rendas da terra dos grandes proprietários, etc. Resumindo, é sobre esse trabalho não pago que repousa todo o estado social existente.

Os capitalistas têm interesse em prolongar a jornada de trabalho tanto quanto possível, pois quanto mais longa for, maior será a mais valia criada. As grandes corporações visam somente o lucro e apesar de em alguns casos prestarem bons serviços à sociedade a grande intenção não é fazer com que as pessoas ou funcionários sintam-se amparados, mas sim, o retorno que estes atos trarão para a empresa em termos financeiros, objetivo principal é a maximização dos lucros. O grande questionamento que surge é até que ponto as instituições são capazes de chegar para alcançar seus objetivos, porque na busca incessante do lucro máximo, leis são infringidas, preceitos éticos deixados de lado e a sociedade penalizada pelos atos de uma minoria.

O desenvolvimento e o progresso devem ser conquistados de forma que não seja prejudicial às classes sociais e o meio ambiente. Marx (1959) já fazia reflexões a este respeito. Para ele o caráter é necessário na formação social para o bom desenvolvimento das forças produtivas até o ponto que permita um desenvolvimento verdadeiramente humano e igual para todos os membros da sociedade.

Marx (1959), ainda conclui que apenas a produção capitalista cria as riquezas e as forças produtivas necessárias para tal crescimento humano, criando ao mesmo tempo, com a massa dos operários oprimidos, a classe social que cada vez mais são obrigadas a reivindicar a utilização dessas riquezas e das forças produtivas em favor de toda a classe social.

## 2.2 Captação de Recursos

Como princípio geral, toda decisão financeira no âmbito de uma empresa, deve visar o aumento da riqueza de seus acionistas, conforme Marx: “assim como a terra se torna fonte de renda fundiária, o capital se torna fonte do lucro”. E muitas organizações se sentem limitadas em sua capacidade devido à falta de recursos financeiros.

A emissão de debêntures é umas das principais fontes de captação de recursos das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores conforme dados da CVM (Comissão de valores Mobiliários). Ressalvando o fato de que a definição da estratégia de composição da estrutura capital da empresa é de suma importância para sua existência, haja vista que quanto maior for à participação de capital de terceiros na organização, maior será sua exigibilidade de retorno, pois precisará remunerar o capital de terceiros antes de remunerar o capital dos acionistas.

De acordo com Bodie, (1999), a decisão de captar recursos no curto ou longo prazo, depende tão-somente da real necessidade da empresa. Quando a empresa necessita fazer investimentos em máquinas, equipamentos, instalações e construções é natural a procura de investimentos de longo prazo, que além das taxas de juros menores, ainda permite outras vantagens que possibilita a empresa gerar recursos com a captação adquirida para com suas obrigações financeiras.

Apesar de aumentar o grau de endividamento na empresa emissora de debêntures, essa estratégia gera um aumento de produção e conseqüentemente aumenta a participação da empresa no mercado em que atua, pois o endividamento estimula estratégia incentivando as empresas a serem mais eficientes em seus resultados de formar a remunerar os credores e seus acionistas.

## **2.3 Captação de Recursos Via Debêntures**

### ***2.3.1 Conceito de Debêntures***

As debêntures podem ser definidas como:

- a) Valor mobiliário, de acordo com a Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), art. 2º, I;
- b) Título de crédito, de acordo com a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), art. 52;
- c) Título executivo extrajudicial, de acordo com o Código de Processo Civil, art. 585, I - Lei nº 5.869 (BRASIL, 1973), com redação dada pela Lei nº 8.953/94 (BRASIL, 1994).

Nos termos da Lei nº. 6.404/76 (BRASIL, 1976), art. 52, a origem da debênture associa-se a uma escrita de dívida, certificado ou documento de débito, que gera um contrato de mútuo pactuado entre a companhia emissora e os compradores (debenturistas representados pelo agente fiduciário), e que dá o direito de crédito contra a emissora, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado.

### ***2.3.2 Agente Fiduciário***

Conforme a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976) artigos 66 a 70, a distribuição pública das debêntures, só poderá ser feita com a intermediação das instituições financeiras, o agente fiduciário, que tem entre os principais deveres para com o debenturista (Instrução CVM nº 28/83), proteger os direitos e interesses dos mesmos perante a companhia emissora. Para tanto, elabora relatório anual e coloca-o a sua disposição dentro do prazo previsto na legislação ou na escritura de emissão, inteirando-os dos fatos relevantes ocorridos durante o exercício.

É obrigatório redigir a escritura de emissão das debêntures públicas, esclarecendo suas condições, os direitos pelo título, os deveres da emissora, a nomeação do agente fiduciário, as condições de amortizações, as datas de emissões e vencimento, dentre outras.

Poderá o Agente Fiduciário usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da emitente, sendo eles:

- declarar, observar as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures, e cobrar o seu principal e acessórios;
- executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional dos debenturistas;
- requerer falência da emitente, se não existirem garantias reais;
- representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da emitente, salvo deliberação em contrário da assembléia dos debenturistas;
- tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos.

O Agente Fiduciário responderá perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções. Será nomeado e deverá aceitar a função, na escritura de emissão das debêntures, através da qual, poderá: autenticar os certificados de debêntures; administrar o fundo de amortização, se houver; manter em custódia bens dados em garantia e efetuar os pagamentos de juros, amortizações resgate. Deve-se destacar que o Agente Fiduciário não exerce a função de avalista da emissão. As normas pertinentes ao exercício da função de Agente Fiduciário estão previstas na Instrução CVM nº 28/83 e na Nota Explicativa CVM nº 27/83, que tratam especificamente da matéria.

Somente podem ser nomeadas pessoas naturais, que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da emitente, e as instituições financeiras que, especialmente deverão ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil, e que tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.

Ainda neste sentido, dispõe a Lei 6.404/76, em seu artigo 66, parágrafo 3º, que:

[...] Não pode ser agente fiduciário:

- a) pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia;
- b) instituição financeira coligada à companhia emissora ou entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada;
- c) credor, por qualquer título, da sociedade emissora ou da sociedade por ele controlada;
- d) instituição financeira cujos administradores tenham interesse na companhia emissora;
- e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses de exercício da função. (BRASIL, 1976).

### ***2.3.3 Processo de Emissão***

O processo de emissão da debênture se dá por distribuição pública ou privada. A captação de recursos no mercado de capitais, via emissão de debêntures, pode ser feita somente por Sociedades por Ações (S.A), de capital fechado ou aberto, sendo que as companhias de capital aberto obrigatoriamente terão que possuir registro na CVM – Comissão de Valores Mobiliários, para emissão pública, é direcionada ao público investidor em geral.

No caso de emissão privada, é voltada a um grupo restrito de investidores, e não há necessidade de aprovação prévia da CVM, mas é indispensável a prestação de informações ao órgão, de acordo com a deliberação nº 234 da Comissão, de 30/12/97, caso a empresa emissora seja companhia aberta, podendo ser efetuada também por companhias fechadas.

No processo de emissão de debêntures, o investidor empresta à companhia emissora, a quantia correspondente ao valor dos títulos que está adquirindo, com promessa de receber no prazo contratado o principal investido, acrescido de remuneração e na forma definida pela escritura de emissão, onde especifica as condições sob as quais a debênture será emitida, os direitos dos debenturistas e os deveres da companhia emissora.

As debêntures podem ter prazo determinado ou indeterminado (debênture perpétua), sendo que nesta, o vencimento fica condicionado às situações de inadimplemento do pagamento de suas obrigações pecuniárias e dissolução da companhia emissora, ou de outras condições previstas na escritura de emissão. As datas de emissão e o prazo de vencimento da debênture devem constar da escritura de emissão e do certificado (quando for o caso).

### ***2.3.4 Características***

Conforme estabelecido no artigo 58 da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), os títulos de crédito são classificados em espécie que define as garantias oferecidas, ou seja, cada espécie de debêntures tem o objetivo de assegurar aos debenturistas, de forma direta ou indireta, o cumprimento da obrigação principal desde que esteja previsto na escritura de emissão. Dessa forma:

[...] A garantia pode ser real ou flutuante, ou não existir (debênture Quirográfica ou Subordinada).

- As Debêntures com Garantia Real são garantidas por bens integrantes do Ativo da companhia emissora;
- As Debêntures com Garantia Flutuante são garantias flutuantes e asseguram o privilégio geral sobre o Ativo da companhia em caso de falência;
- As Debêntures Quirografárias ou sem preferência não oferecem privilégio sobre o ativo da emissora;
- As Debêntures Subordinadas oferecem a preferência de pagamento sobre o crédito de seus acionistas em caso de falência. (ESTUDOS ESPECIAIS..., 2008, **ANDIMA**, p. 55-56)

De acordo com o artigo nº 60 da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), o valor das emissões obedece a limites, de acordo com a classificação a que pertencem às debêntures, conforme quadro abaixo:

<b>Limites por Tipo de Garantia/Espécie</b>	
<b>Tipo</b>	<b>Limites</b>
Real	Até 80% do valor dos bens gravados da emissora ou de terceiros, quando o valor de emissão ultrapassar o do capital social.
Flutuante	Até 70 % do valor contábil do ativo da emissora, líquido de suas dívidas garantidas por direitos reais sobre bens de sua propriedade.
Quirografária	Não pode ultrapassar o valor do capital social da emissora.

**Quadro 1:** Limites por garantia/espécies

**Fonte:** Estudos Especiais Produtos de Captação - **Debêntures**

Segundo a Lei nº 4.728/65 (BRASIL, 1965), art. 44 e a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), art. 57 as debêntures podem ser classificadas como Simples ou Conversível em Ação. A Simples não dão o direito à conversão em ações da emissora, já a Conversível em Ação permite e tem a flexibilidade de converter as debêntures em ações de emissão da companhia emissora.

Tendo elas formas Normativas, que constam no certificado o nome do titular, a transferência é feita mediante registro em livro próprio mantido pela companhia emissora e a substituição do certificado por outro em nome do novo titular. Ou podem ser Escriturais, que também são Nominativas, embora não exista a emissão do certificado. São mantidas em contas de depósitos, em nome de seus titulares, em instituição financeira depositária designada pela companhia emissora.

A debênture terá valor nominal expresso em moeda nacional, na data de sua emissão, anexado a critério da emissora, já que não existem limites máximos ou mínimos. Sendo elas da mesma série, devem ter necessariamente o mesmo valor nominal. Já as de séries diferentes, da mesma emissão, podem ter valores nominais diferenciados.

O principal instrumento normativo que regulamenta as emissões de debêntures no mercado é a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Alguns normativos do BACEN (Banco Central do Brasil) e instruções CVM complementam essa regulamentação, e a Instrução CVM nº 400 regulamenta as regras sobre o registro das ofertas públicas de distribuição primária e secundária de Valores Mobiliários.

### ***2.3.5 Quanto a Veracidade das Informações***

Conforme disposto na Instrução da CVM nº 400, art. 56: “O ofertante é responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”. A instituição Líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelos ofertantes sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

### ***2.3.6 Quanto ao Cancelamento das Debêntures***

Regulamentado pela Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), art. 74 e Ofício/CVM/SER nº 1.222/99, o cancelamento das debêntures deverá ter dois ritos distintos, dependendo da situação dos valores mobiliários. No caso das debêntures oriundas de saldo não colocadas em oferta pública da CVM, assim como aquelas adquiridas no mercado, o cancelamento requer decisão de assembléia de acionistas, declaração do agente fiduciário sobre a regularidade do cancelamento e averbação no registro do comércio de inscrição da escritura de emissão. A segunda hipótese refere-se às debêntures resgatadas pela emissora, antecipadamente nos termos da escritura ou em seu vencimento em que, o cancelamento das mesmas se processará após declaração do agente fiduciário e averbação no registro do comércio.



### ***2.3.7 Quanto a Competência da CVM***

Nos termos da Instrução da CVM nº 461, artigos 118 a 119, além das competências descritas em relação a quaisquer dos mercados regulamentados, a Comissão tem poderes para, entre outras funções:

- I – cancelar os negócios realizados, e ainda não liquidados, em mercados regulamentados, ou determinar às entidades de compensação e liquidação a suspensão da sua liquidação, nos casos de operações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares; e
- II – decretar o recesso de mercado organizado de valores mobiliários, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente.

### ***2.3.8 Formas de Remuneração***

A remuneração é o principal atrativo para o investidor (debenturista), atuando no sentido de proporcionar retorno ao investimento e de reduzir risco de perda do poder aquisitivo do credor, assegurando retornos reais, através de parâmetros estabelecidos em contrato.

As formas de remuneração são:

- Juros Remuneratórios;
- Prêmios;
- Prêmios de continuidade ou permanência;
- Prêmio de resgate;
- Participação nos lucros;
- Repactuação;
- Deságio;
- Atualização do valor nominal.

As exigências referentes a prazos mínimos para vencimento ou repactuação variam conforme o índice de remuneração utilizado.

Houve modificações importantes a respeito da remuneração das debêntures. Nos últimos dez anos foram editadas duas normas sobre a matéria, sendo a primeira Decisão Conjunta BC/CVM nº 7, de 23/09/1999, que revogou a Decisão conjunta BC/CVM nº 13/96 e trouxe as seguintes alterações:

- Redução do prazo mínimo para vencimento ou período de repactuação para debêntures remuneradas pela TR – Taxa Referencial, de quatro meses para um mês, e pela TBF – Taxa Básica Financeira, de quatro para dois meses;
- No caso das debêntures remuneradas por taxa de juros flutuante, eliminação do prazo mínimo de 120 dias para vencimento ou período de repactuação e do prazo mínimo de 30 dias para o intervalo de reajuste da referida taxa;
- Eliminação do prazo mínimo de 30 dias para pagamento dos rendimentos das debêntures. (Obs.: Cabe lembrar que a partir de junho 1999, portanto três meses antes da edição da Decisão conjunta BC/CVM nº 7, foi estabelecida pela Portaria n 264/99, do Ministério da Fazenda, a incidência do IOF sobre os resgates, alienação ou repactuações de aplicações financeiras de renda fixa com prazo inferior a 30 dias.);
- Extinção da vedação à emissão de debêntures por sociedades de arrendamento mercantil e por companhias hipotecárias com base em taxa flutuante;
- Extinção da vedação à emissão de debêntures pelas demais sociedades com base na TR – Taxa Referencial;
- Eliminação do prazo mínimo de quatro meses, contados da data de emissão da debênture, para pagamento de prêmio;
- Inclusão de previsão de que o prêmio das debêntures tenha como base a variação da receita ou do lucro da companhia emissora;
- Inclusão de previsão de que condições previstas naquela norma não se aplicam às debêntures que assegurem como remuneração, exclusivamente, participação no lucro da companhia emissora.

Em seguida, na data de 14/3/03, foi publicada a Decisão Conjunta BC/CVM nº.13, que revogou a Decisão Conjunta BC/CVM nº 7, além de aperfeiçoamentos no texto anterior, dispositivo admitindo a emissão de debêntures com cláusula de variação cambial. Tal

previsão já estava presente no parágrafo único do art. 54 da lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), mesmo antes de sua reforma pela Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001).

### ***2.3.9 Formas de Amortização***

A companhia emissora tem o direito de resgate parcial ou total dos títulos de uma mesma série em circulação, antecipadamente. As debêntures por serem instrumento financeiro de longo prazo, suas cláusulas adquirem grande importância nas escrituras de emissão, particularmente nos momentos de instabilidade econômica, proporcionando grande flexibilidade para as companhias emissoras nos contratos para negociação. O que pode se dar por meios legais ou voluntários, a companhia emissora utiliza tais dispositivos para garantir a boa aceitação do papel pelo mercado.

A companhia emissora pode adotar os seguintes mecanismos:

- Resgate facultativo;
- Resgate programado;
- Amortização programada;
- Amortização Extraordinária;
- Fundo de amortização;
- Fundo de reserva.

A emissão em séries, mesmo não constituindo um tipo de amortização, pode ser considerada uma forma indireta de resgate programado, na medida em que a companhia emissora divide uma determinada emissão em séries, cada qual com um prazo definido de vencimento.

## **2.4 ANDIMA no Mercado de Debêntures**

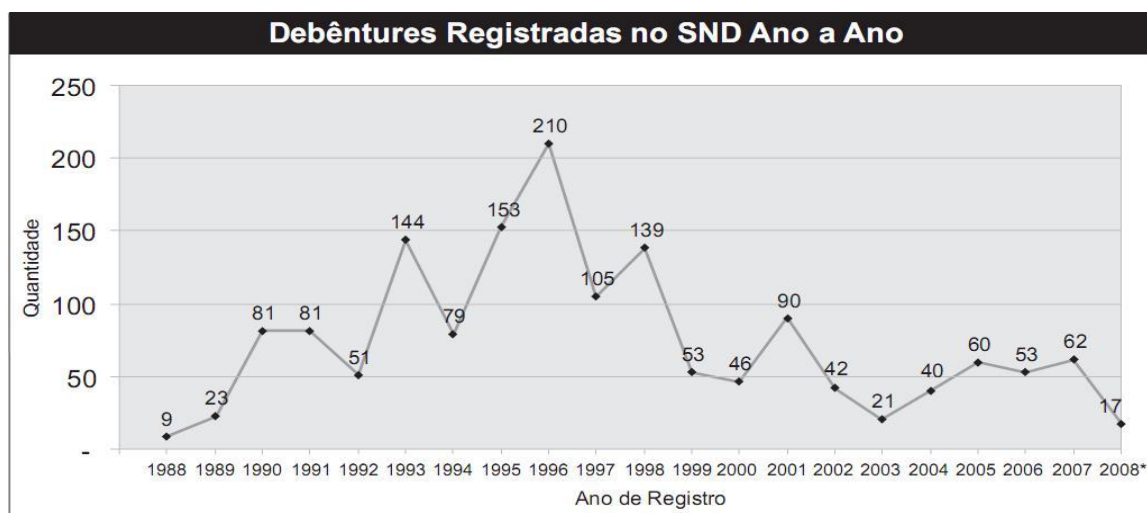
Conforme descrito nos **Estudos Especiais Produtos de Capitação – Debêntures**, a participação da ANDIMA dentro do mercado atual das Debêntures:

Sob os efeitos da globalização financeira e em linha com o que vem ocorrendo nos mercados internos desenvolvidos, a ANDIMA tem participado, no contexto do mercado doméstico e especialmente focada no segmento de renda fixa, de projetos e proposições para o aprimoramento dos ambientes de negócios para emissores e investidores. (BRASIL 2008, pág. 116).

## 2.5 A Cetip e o Sistema Nacional de Debêntures (SND)

A Cetip S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos surgiu na década de 80, sob a ótica do crescimento do mercado de Debêntures. A partir daí houve a necessidade de desenvolver um sistema eletrônico, com o objetivo de tornar as operações cada vez mais ágeis, seguras e integradas. Desde então a Cetip juntamente com a ANDIMA, firmaram uma parceria com o Sistema Nacional de Debêntures (SND), que foi concebido para atuar dentro da Cetip, com a missão de criar as condições para o desenvolvimento do mercado brasileiro.

Nos últimos dez foi registrado um número considerável de Debêntures ano a ano, conforme relatado no gráfico abaixo:



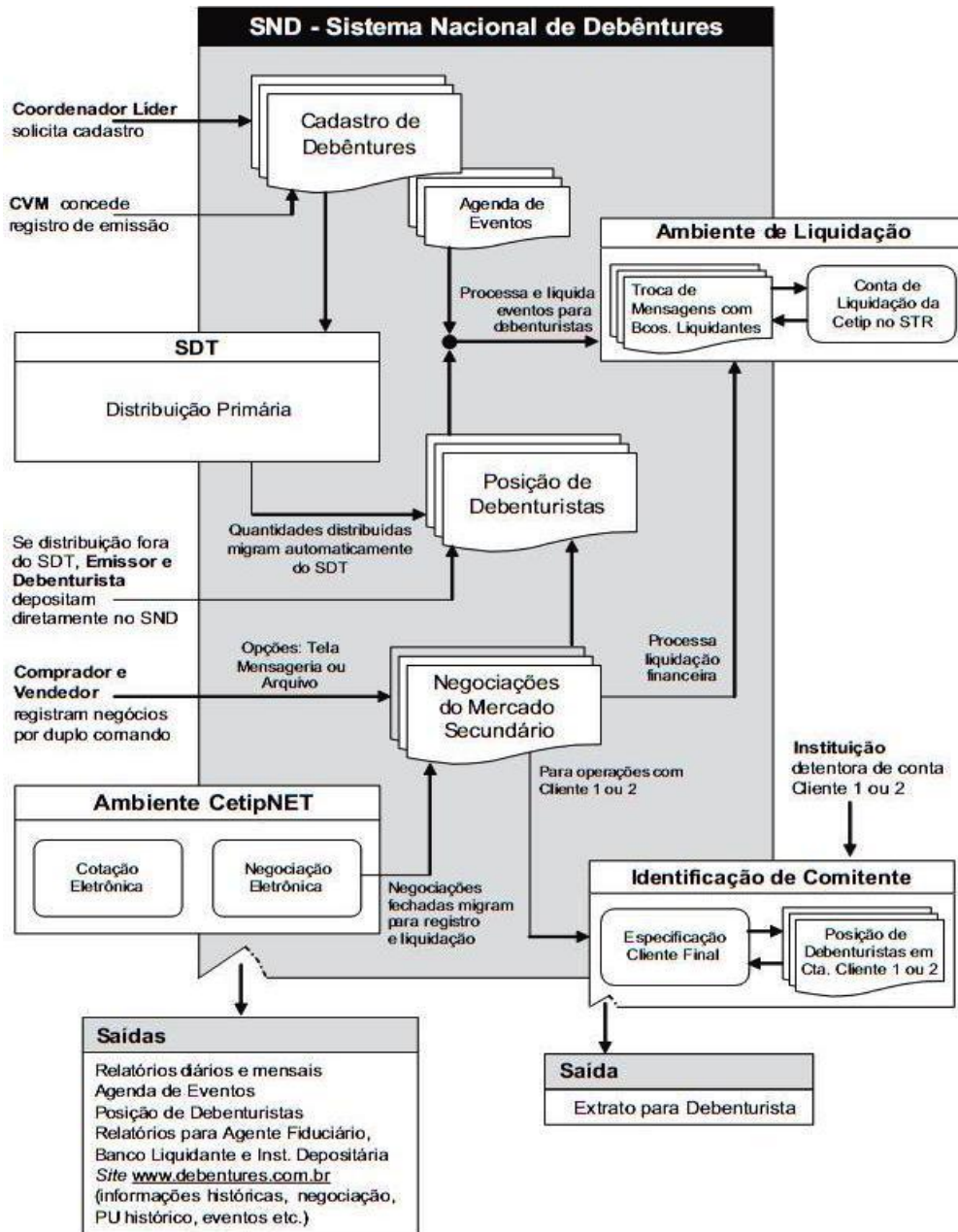
**Quadro 2:** Debêntures Registradas no SND Ano a Ano

**Fonte:** Estudos Especiais Produtos de Captação (Debêntures)

O principal objetivo do Sistema Nacional de Debêntures (SND) é apoiar o mercado de processo de distribuição primária e negociação secundária de debêntures, através de um sistema eletrônico que fornece o cadastro das características, o processamento dos eventos previstos, a administração de sua custódia, o registro e a liquidação dos negócios ocorridos em mercado de balcão ou em ambientes eletrônicos.

Abaixo, o Fluxo operacional do SND:

**FIGURA 1**



**Figura 1:** SND – Sistema Nacional de Debêntures

**Fonte:** Estudos Especiais Produtos de Captação – Debêntures

O SND possui como vantagem, um ambiente seguro e ágil para ampliação dos negócios com debêntures. Atua em toda cadeia funcional da debênture, oferece transparência para com os debenturistas, à medida que demonstra detalhamento das características do ativo

e divulga diariamente as informações de preço da curva e negociações no mercado secundário com o título.

O SND disponibiliza relatórios e arquivos diários e mensais aos seus participantes que permitem o acompanhamento detalhado de suas movimentações e posições de custódia. Entre outras, também são disponibilizadas as informações das operações compromissadas em aberto, prévias de eventos e as características das debêntures.

### ***2.5.1 Participantes de Mercado***

Sendo eles:

- A companhia emissora, que deve abrir uma conta em seu nome na Cetip;
- O banco mandatário ou banco liquidante da emissão, responsável pela liquidação dos eventos (a débito), quando autorizado pelo emissor;
- Bancos comerciais, de investimentos múltiplos, sociedades corretoras e distribuidoras, outras instituições financeiras e os clientes especiais – pessoas jurídicas não financeiras e investidores institucionais -, que irão atuar como parte ou contraparte nas negociações, com debêntures e que devem possuir conta individualizada na Cetip;
- As instituições financeiras detentoras de conta de cliente, negociando em nome de cliente;
- A instituição depositária, o coordenador líder e o agente fiduciário da debênture, este último se detentor de conta própria da Cetip.

### **2.6 Custo Financeiro na Emissão de Títulos Mobiliários**

Quando uma empresa tem interesse em captar recursos para novos investimentos realiza estudos para verificar a forma mais viável de captação e os custos incorridos nesses processos. Desta forma é necessário que sejam observados o custo de oportunidade e os custos sobre o capital próprio e de terceiros para que se possa tomar essa decisão.

### ***2.6.1 Custo de Oportunidade***

Uma noção simplista do custo de oportunidade consiste no sacrifício que se faz ao tomar uma decisão. O que deve ser abandonado para se alcançar o objetivo. Na vida a todo o momento as pessoas fazem escolhas e assim como elas as empresas vivenciam essa situação a todo instante. Precisam fazer avaliações de forma a obter a maior precisão possível em suas decisões para que o sacrifício feito traga maior rentabilidade. Seguindo a mesma tendência Assaf Neto define:

O custo de oportunidade retrata o quanto uma pessoa (a empresa) sacrificou de remuneração por ter tomado a decisão de aplicar seus recursos em determinado investimento alternativo, de risco semelhante. Por exemplo, uma empresa, ao avaliar um projeto de investimento, deve considerar como custo de oportunidade a taxa de retorno que deixa de receber por não ter aplicado os recursos em alternativa possível de investimento. (ASSAF NETO, 2003 p.165)

Já Horngren (1985) define custo de oportunidade como a contribuição máxima disponível de que se abre mão utilizando recursos limitados para determinado fim.

O custo de oportunidade não é um conceito de valor absoluto, mas apurado mediante comparação do retorno esperado de uma decisão a partir de uma melhor proposta de investimento. Tornando-se fundamental na tomada de decisão do custo de oportunidade a comparação entre retornos de investimentos de riscos equivalentes. (Assaf Neto 2003)

Conforme as definições citadas, observar-se que o custo de oportunidade propõe referencia a noções de escolha entre alternativas, sacrifícios, renúncias, bem como, os benefícios oriundos das escolhas e renúncias feitas que sempre terão reflexos no valor líquido de caixa uma vez que se opta por uma alternativa em detrimento a outra.

### ***2.6.2 Custo de Capital***

No cenário econômico é possível financiar seus investimentos com recursos próprios, porém quando a empresa decide aplicar ou investir seus recursos observa o retorno que o investimento lhe trará. A taxa de retorno esperada sobre o investimento feito constitui o custo de capital que no conceito de Assaf Neto pode ser definido:

O custo de capital de uma empresa reflete, em essência, a remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos (credores e acionistas). É utilizado como taxa mínima de atratividade das decisões de investimento, indicando criação de riqueza econômica quando o retorno operacional auferido superar a taxa requerida de retorno determinada pela alocação de capital. (ASSAF NETO, 2003 p.355).

Para Flink (1970) o processo de elaboração do orçamento de capital é a combinação dos custos de fundos (despesas de capital) com as suas fontes, ou seja, é necessário verificar tanto aos custos das fontes de capital como venda de ações, retenção de lucros e capital de terceiros, quanto às despesas financeiras referentes a estas fontes.

Desta forma antes optar por um investimento o administrador deverá conhecer os custos de obtenção dos recursos necessários para financiá-los. Se o custo de obtenção deste capital for mais elevado para a empresa do que a taxa de retorno dos investimentos propostos, estes serão prejudiciais a empresa, pois afetarão diretamente aos acionistas.

### ***2.6.3 Capital Próprio X Capital de Terceiros***

A decisão de investir em novos empreendimentos, renovar o maquinário de fábrica e demais investimentos pertinentes a empresa para maximizar seus lucros é uma decisão complicada em que devem ser avaliados diversos fatores, dentre os quais se destacam o Capital próprio e Capital de terceiros. Será que a melhor opção é utilizar o capital da empresa ou captar recursos de terceiros para fazer investimentos? Qual capital apresenta menores custos à empresa? Essas questões devem ser avaliadas a partir dos conceitos de capital próprio e de terceiros.

Capital próprio é o capital da empresa, ou seja, dos acionistas. Desta forma qualquer investimento feito na empresa e custeado pelo capital da instituição sem que seja necessária a captação de recursos externos. Realizar operações com fundos próprios atribui custos a empresa que Assaf Neto (2003) afirma ser: “(...) o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa em suas decisões de aplicação de capital próprio, (...) utilizando na prática de determinação do custo de capital próprio o método do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelo mercado.

O custo do capital próprio pode também estabelecer uma relação linear entre retorno de um ativo e o retorno do mercado, tendo em vista que a taxa de retorno deve ser condizente com o risco. Quanto mais elevado o risco maior será o retorno exigido pelos proprietários do



capital. Também não é descartada a hipótese de redução nas taxas de retorno para os investidores em caso de risco mais baixos. (Assaf Neto 2003)

Capital de terceiros é todo o capital necessário para o investimento que não provem da própria empresa, e sim, de empréstimos, financiamentos, emissão de ações, debêntures e outras tantas formas de captação de recursos de curto, médio e longo prazo, que acarretaram a empresa obrigações para com seus credores. Assaf Neto (2003) define muito bem o custo de capital de terceiros.

O custo de capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. Esse custo representa um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala aos vários desembolsos previstos de capital e juros. (ASSAF NETO, 2003 p.356)

A grande diferença entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros esta na dedutibilidade fiscal. Sabe-se que todos os lucros das empresas são tributados pelo IR (Imposto de Renda), desta forma o capital a ser investido, sendo próprio, terá um custo maior que o capital de terceiros, pois este tem seus encargos financeiros dedutíveis no IR, reduzindo seus custos.

No entanto, é relevante destacar aspectos sobre a remuneração e risco do capital próprio e de terceiros. Quando o administrador opta pela captação de recursos de terceiros, mesmo que este tenha um custo menor para a empresa, ele deve estar ciente do endividamento e do maior risco da operação, tendo em vista que, assumiu um compromisso de desembolso financeiro em condições fixas e previamente estabelecidas. E caso o retorno sobre o investimento não seja o esperado a empresa continuará arcando com o compromisso, correndo o risco de ser acionada judicialmente pelo credor e de até mesmo ter sua falência decretada, na falta do pagamento da dívida.

Em contra partida, quando a escolha é utilizar o capital próprio, mesmo que a taxa de retorno e a remuneração exigida pelos investidores (acionistas) sejam maiores, caso o retorno esperado não ocorra, a empresa não será acionada legalmente, uma vez que a remuneração dos acionistas esta vinculada ao lucro da empresa e automaticamente ao sucesso do investimento.

## 2.7 Risco

Em uma organização as decisões financeiras são voltadas para o futuro que naturalmente não tem certeza absoluta em relação a seus resultados, no estudo de finanças corporativas a variável incerteza é um dos mais significativos aspectos. Assaf Neto (2003) define variável incerteza como:

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão esta sendo tomada sob uma situação de risco. Dessa maneira, o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores. (ASSAF NETO, 2003, p.201)

O risco em uma operação financeira está relacionada à probabilidade de um evento ocorrer ou não. Assaf Neto (2003) refere-se ao risco como:

A idéia de risco, de forma mais especifica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. E um conceito voltado para o futuro, relevando uma possibilidade de perda. (ASSAF NETO, 2003.p.202)

Para avaliar o risco de uma empresa é necessário entender as principais causas do risco econômico que envolve as mudanças na economia, tecnologia e outros aspectos, enquanto o risco financeiro está relacionado com a capacidade de pagamento da empresa. Assaf Neto (2003) entende como as principais causas do risco econômico e financeiro:

As principais causas determinantes do risco econômico são de natureza conjuntural (alterações na economia, tecnologia etc), de mercado crescimento da concorrência, por exemplo, e do próprio planejamento e gestão da empresa (vendas, custos, preços, investimentos etc). O risco financeiro, de outro modo, está mais diretamente

relacionado com o endividamento (passivos) da empresa, sua capacidade de pagamentos, e não com as decisões de ativos, conforme definidas no risco econômico. (ASSAF NETO, 2003, p.210)

## **2.8 Risco Sistemático e Não Sistemático**

O risco sistemático está ligado a todos os ativos negociados no mercado e é determinado por eventos de natureza política econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Já o risco não sistemático está caracterizado no próprio ativo não se alastrando aos demais ativos de um conjunto. É um risco intrínseco, próprio para cada investimento realizado e sua eliminação de um determinado conjunto é possível pelo incremento de ativos que não tenham correlação positiva entre si.

## **2.9 Risco de Inadimplência**

Outro risco importante a ser analisado em títulos é o risco de inadimplência, ou seja, se o emitente de uma debênture se tornar inadimplente, os debenturistas receberão menos do que o retorno prometido sobre o título, então, é necessário avaliar este risco antes de sua aquisição. Quanto maior for o risco de inadimplência, maior será a rentabilidade do título até o vencimento. (Brigman e Houston 1999)

## **2.10 Relação ao Risco, Retorno e Investidor.**

Segundo Assaf Neto (2003) a postura de um investidor em relação ao risco é pessoal, não havendo uma resposta única para todas as situações. A preocupação maior nas decisões de investimento em situação de incerteza é expressar as preferências do investidor em relação ao conflito/retorno inerente a toda alternativa financeira. A teoria da preferência tem por objetivo básico revelar como um investidor se posiciona diante de investimentos que apresentam diferentes combinações de risco e retorno. Em decisões que envolvem este conflito, é esperado que o investidor defina como objetivo maximizar sua utilidade esperada.

A utilidade no conceito de análise de risco é definida de forma subjetiva, expressando a satisfação pelo consumo de determinado bem.

Com base na comparação racional que pode promover entre as utilidades das alternativas financeiras disponíveis, o investidor consegue montar uma escala de preferências sendo essencial de sua divisão em condições de risco. A escala de preferência consiste em inúmeras possibilidades de investimentos igualmente atraentes ao investidor, que apresentam idênticos graus de utilidades (satisfações) em relação ao risco e retorno esperados.

A escala de preferência do investidor é representada pela curva de indiferença. Essa curva é analisada como um reflexo da atitude que um investidor assume diante do risco de uma aplicação e do retorno produzido pela decisão, e envolve inúmeras combinações igualmente desejáveis, pois deve proporcionar o mesmo nível de utilidade (satisfação).

A curva de indiferença visa avaliar a reação de um investidor de mercado diante de diferentes alternativas de investimentos destacando aqueles capazes de satisfazer seus desejos e expectativas de risco/retorno. É um enfoque essencialmente comparativo permitindo a visualização das preferências do investidor frente ao objetivo de maximizar sua satisfação.

## **2.11 Fatores de Maximização do Risco em Relação às Debêntures**

Do ponto de vista de Damodaran (2005), grandes empresas de capital aberto utilizam como alternativa para empréstimos bancários a emissão de títulos que possuem diversas vantagens. Uma delas é que títulos normalmente contêm termos de financiamentos mais favoráveis em relação a uma dívida bancária equivalente, em grande parte devido ao seu risco ser compartilhado por um número maior de investidores no mercado financeiro. Outra vantagem é que emissões de títulos podem permitir que o emissor lhe de características especiais que não poderiam ser acopladas a uma dívida bancária, por exemplo, títulos podem ser conversíveis em ações ordinárias ou ter opções de mercadorias (commodity) vinculadas a eles.

Atualmente a debênture se tornou um mecanismo de captação de recurso muito atraente quando se comparado com outras formas de financiamento. As principais vantagens na emissão de debênture são: flexibilidade, redução de custos e a atratividade.

Na flexibilidade podemos atribuir devido a empresa ter como planejar os prazos, garantias e condições para emissão que permite adequar os pagamentos de juros e amortização conforme o planejamento e a disponibilidade de recurso da empresa.

Quanto á redução de custo, as debêntures geralmente apresentam custos de captação menores que aqueles praticados pelo sistema bancário no curto prazo, sem contar que na apuração dos resultados a empresa poderá deduzir como despesas financeiras os pagamentos de juros na emissão de debêntures.

Já a atratividade se reflete nas características de emissão das debêntures que pode ser definida através de clausulas determinadas pela empresa, como por exemplo, participação dos lucros, conversões em ações e repactuações, ampliando assim a demanda pelo titulo e reduzindo seus custos de captação.

## 2.12 Evolução do Mercado de Debêntures

Conforme tabela abaixo que são dados da ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro), podemos perceber que em relação as Ações e Notas Promissórias a preferência por debênture vem se destacando ao logo dos anos.

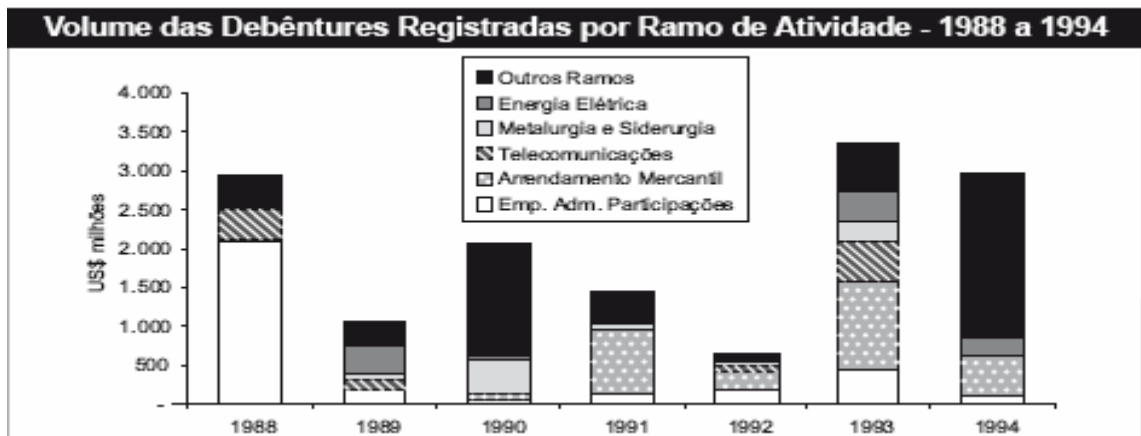
Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias
1995	1.935,25	6.883,37	1.116,68
1996	9.171,90	8.395,47	499,35
1997	3.965,21	7.517,77	5.147,01
1998	4.112,10	9.657,34	12.903,49
1999	2.749,45	6.676,38	8.044,00
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92
2003	230,00	5.282,40	2.127,83
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,23
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55
2006	14.223,02	69.468,08	5.278,50
2007	33.135,84	46.533,79	9.725,50
2008	32.148,10	37.458,53	25.907,75
2009	0,00	4.210,00	2.883,00
<b>Total</b>	<b>114.319,21</b>	<b>291.782,17</b>	<b>95.238,75</b>

**Figura 02:** Tabela – Evolução das Debêntures

**Fonte:** Site [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

Observa-se a procura por debêntures tem aumentado consideravelmente nos últimos anos apesar das diversas crises econômicas pelas as quais o país enfrentou.

Conforme gráfico abaixo é possível identificar concentração de empresas que lançaram debêntures no ano de 1993, sendo ramo de destaque o Arrendamento Mercantil. Em 1994 outros ramos tiveram concentração muito maior em relação ao ano de 1993.



**Quadro 3:** Volume de Debêntures Registradas por Ramo de Atividade – 1988 a 1994  
**Fonte:** Site [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

Em relação ao volume das debêntures registradas por destinação de recursos o ano de 1993 pode certificar que a concentração de recursos foi destinada a capital de giro, em 1994 outras destinações de recursos tiveram maior concentração.



**Quadro 4:** Volume de Debêntures Registradas por Destinação de Recursos – 1988 a 1994  
**Fonte:** Site [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

### **3 Metodologia de Pesquisa**

#### **3.1 Tipo de Pesquisa**

Segundo Vergara (2000) a pesquisa descritiva apresenta características de determinada população ou fenômeno estabelecendo correlações entre variáveis.

Além disso, conforme Gil (2002) “são inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática”.

O tipo de pesquisa adotado neste trabalho classifica-se como descritiva, pois descreve o conceito de debêntures bem como o processo de emissão e todos os trâmites legais que envolvem o seu lançamento, através da avaliação do risco, do custo de capital e do custo de oportunidade conforme grandes estudiosos do assunto e também dos órgãos que fiscalizam e regulamenta o lançamento de debêntures no mercado mobiliário.

#### **3.2 Método de Pesquisa**

Nesta pesquisa, foi adotado o método todo indutivo de pesquisa que parte de análises de casos particulares para depois generalizar o conceito.

Para Marconi e Lakatos a indução é:

Um processo mental por intermédio do qual, partindo de dados particulares, suficientemente constatados, infere-se uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas. Portanto, o objetivo dos argumentos indutivos é levantar a conclusão cujo conteúdo é muito mais amplo do que o das premissas nas quais se basearam. (MARCONI e LAKATOS, 2007 p.86)

E Cervo e Bervian citados por Marconi e Lakatos (2007) ainda complementam:

(...) as premissas de um argumento indutivo correto sustentam ou atribuem certa verossimilhança à sua conclusão. Assim, quando as premissas são verdadeiras, o

melhor que se pode dizer é que sua conclusão é provavelmente verdadeira. CERVO e BERVIAN, 1978 p.25)

### **3.3 Instrumento de Coleta de Dados**

Gil (2002) conceitua pesquisa como “o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”.

A coleta de dados foi feita a partir de pesquisas bibliográficas, uma vez que todos os conceitos e dados apresentados são oriundos de livros científicos, de jornais e sites dos órgãos que fiscalizam e regulamentam o processo de emissão de debêntures.

O autor Gil define com clareza a pesquisa bibliográfica:

A pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Embora em quase todos os estudos seja exigido algum tipo de trabalho dessa natureza, há pesquisas desenvolvidas exclusivamente a partir de fontes bibliográficas. (...) a vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investidor a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla de que aquela que poderia pesquisar diretamente. (GIL, 2002 p.44; 45)

Porém o Gil (2002) ressalta que essa vantagem da pesquisa bibliográfica pode comprometer pesquisa uma vez que fontes secundárias apresentam em alguns casos dados equivocados.

### **3.4 Tratamento dos Dados**

Após a coleta e de todos os dados e conceitos teóricos foi feito uma aplicação prática destes conceitos tomando como exemplo prático para esta aplicação a Empresa MRV Engenharia e Participações S.A que conforme matéria publicada no Jornal Diário do Comércio do dia 18/04/2009 iniciou seu segundo processo de emissão de debêntures.

A estratégia utilizada foi fazer uma simulação entre o lançamento das debêntures e duas outras formas de captação de recursos de terceiros no mercado, levando em consideração os riscos e custos inerentes a esses processos, de forma a poder fazer análises que possam indicar a viabilidade de se captar recursos via debêntures.



Na pesquisa também foram exploradas as leis que regulamentam emissão das debêntures evidenciando as vantagens e desvantagens do processo do ponto de vista da instituição (emissora).

Vale ressaltar que durante a coleta e análise dos dados surgiram algumas dificuldades que limitaram o aprofundamento das análises como, por exemplo, a falta de maiores dados da MRV Engenharia e também do BNDS que foi a instituição utilizada em uma das simulações.

## **4 ANÁLISE DE DADOS**

Neste Capítulo serão analisados alguns dados sobre a evolução do mercado de debêntures nos últimos anos e evidenciando um exemplo concreto de uma empresa que fez lançamento de debêntures recentemente no mercado e fazendo comparativos entre os custos de emissão de debêntures e outras duas formas de captação de recursos, o lançamento de ações e o financiamento bancário.

### **4.1 Análise Comparativa e Viabilidade de Captação Via Debêntures**

#### ***4.1.2 Caso Prático MRV Engenharia e Participações S.A***

No âmbito do mercado financeiro as debêntures representam um mecanismo eficiente de captação de recursos, oferecem aos seus usuários em longo prazo várias possibilidades de engenharia financeira, tornando-se por suas características e flexibilidade a condição de valor mobiliário mais utilizada no mercado de capitais.

Em 14 de abril de 2009, foi divulgada no jornal Diário do Comércio a matéria sobre a empresa MRV Engenharia S.A, que anunciou sua segunda emissão de debêntures sem data para ofertar os papéis, no valor de R\$ 100 milhões de reais, com o lançamento de título de crédito aprovado pelos acionistas da construtora. Segundo informações de mercado, o movimento seria uma forma de captar recursos para suprir a demanda decorrente do plano do governo Lula, que prevê cerca de 89 mil moradias novas no Estado de Minas Gerais.

A primeira emissão de debênture da companhia se deu em julho de 2008, no valor de R\$ 300 milhões de reais, concluída em agosto do mesmo ano. Os papéis possuem prazo de vencimento de cinco anos, com amortização do terceiro ao quinto ano. Além disso, os títulos imobiliários foram divididos em duas séries, sendo a primeira de R\$ 271,4 milhões que irá pagar DI (taxa média diária das operações do mercado interfinanceiro) mais juros de 1,5 % ao ano. A segunda remessa, de R\$ 28,6 milhões, será atualizada pelo IPCA, com juros anuais de 10,8%.

A MRV engenharia pretende utilizar 80% dos recursos captados para execução de seus projetos e 20% para aquisição de novos terrenos. O programa de distribuição de debênture da companhia prevê captar até R\$ 1,3 bilhão nos próximos dois anos através da oferta pública de papéis simples, ou seja, não conversíveis em ações.

As debêntures da segunda emissão serão ofertadas publicamente com esforços restritos de distribuição, sem registro da oferta na CVM. Serão 100 títulos com valor nominal unitário de R\$ 1 milhão cada e garantia real, representada por alienação fiduciária de determinados imóveis de propriedade da MRV.

Diante das informações da MRV Engenharia e Participações a cerca da emissão pública de suas debêntures serão feitas análises dos dados para a verificação do custo que a emissão implicará a empresa após seu lançamento no mercado.

Para esta análise serão considerados à taxa de DI de 10,99% a.a e juros conforme divulgado de 1,5% ao ano. Levando-se em consideração que o prazo de resgate é de 5 anos de acordo com a escritura de emissão. Utilizando os recursos da matemática financeira apresentam-se os seguintes dados:

*Dados:*

$P = R\$ 10\,000,00$  (Valor unitário da debênture)

$i = (DI + J) = 12,49\%$

$n = 5$  anos

Em que:  $P =$  Capital

$i =$  Taxa

$n =$  prazo

$S =$  Montante

Desta formas segue-se a demonstração dos cálculos:

$$S = P (1 + i)^n$$

$$S = 10\,000,00 (1 + 0,1249)^5$$

$$S = 18\,012,32$$

Observa-se que o valor encontrado equivale a R\$18 012,32 (dezoito mil e doze reais e trinta e dois centavos). Este valor corresponderá ao custo que cada debênture acarretará para a empresa emissora, neste caso em específico, a MRV Engenharia e Participações S.A, tendo em vista que, a empresa no final do 5º ano terá que devolver ao debenturista o valor principal + juros e correções estipulados na escritura de emissão.

Agora supõe-se que a empresa optasse como forma de captação de recursos não as debêntures, mas um financiamento bancário. Neste mesmo raciocínio considera-se que ela opte por fazer um financiamento do mesmo valor R\$ 10.000,00 (dez mil reais) no Banco BNDS (Banco de Desenvolvimento Econômico e Social). A composição dos custos cobrados pelo BNDS para operações diretas de financiamentos é: custos financeiros + remuneração do BNDS + taxa de risco de crédito. No mês de abril de 2009 os custos financeiros tinham a seguinte composição: TJLP (taxa de juros para financiamentos de longo prazo) de 6,25%; TJ-453 (taxa de juros medida provisória 453) = TJLP + 2,5% a.a; Cesta (variação do dólar americano) = EMC ( taxa de juros variável + imposto de renda) no percentual de 4,196% e o IPCA ( índice de preço ao consumidor) de 7,11% no período. Como a remuneração do BNDS e a taxa de risco de crédito variam de acordo com a operação e para chegar a esses percentuais seria necessário uma análise mais detalhada das condições da empresa essas duas taxas serão desconsideradas neste calculo. Somando todos os percentuais que compõem os custos financeiros chega-se ao percentual total de 26,31% a.a. Demonstrando os cálculos:

*Dados:*

$$P = 10\,000,00$$

$$i = 26,31\% \text{ a.a}$$

$$n = 5 \text{ anos}$$

$$S = P (1 + i)^5$$

$$S = 10\,000,00 (1 + 0,2631)^5$$

$$S = 32\,150,57$$

Já neste caso o valor que a empresa pagará ao final de 5 anos levando em consideração o valor principal do financiamento + os juros e correções estipuladas do ato da contratação do mesmo corresponde a R\$ 32 150,57 (trinta de dois mil cento e cinquenta reais e cinquenta e sete centavos).

Supõe-se agora que a empresa queira captar recursos através do lançamento de ações no mercado mobiliário. Conforme dados da MVR Engenharia e Participações S.A divulgados em seu Balanço Patrimonial do Exercício de 2008, empresa possui 135.993.378 ações e apurou um lucro líquido 231 milhões de reais. A política de dividendos da MRV prevê o pagamento de 25% do lucro apurado no período para a remuneração de seus acionistas. No mês de abril de 2009 as ações da companhia obtiveram cotação média de R\$18,67 (dezoito reais e sessenta e sete centavos). Baseado nestas informações será calculado o valor médio gasto pela empresa para a remunerar seus acionistas caso lançasse 10.000 novas ações no mercado como forma de captar recursos para seus investimentos.

$$\text{R\$ } 231.000.000,00 \times 25\% = \text{R\$ } 57.750.000,00$$

$$\text{R\$ } 57.750.000,00 / 136.003.378 \text{ ações} = \text{R\$ } 0,4246 \text{ por ação}$$

$$\text{R\$ } 0,4246 \times 10.000 = \text{R\$ } 4.246,00$$

Nota-se que o valor que a empresa irá despende para remunerar seus sócios é inferior aos valores que irá gastar caso opte pela captação via debêntures ou financiamento bancário. No entanto, é relevante ressaltar que tanto na captação de recursos via debêntures como no financiamento, o risco do negócio será de responsabilidade dos investidores, ou seja, dos debenturistas e da instituição financeira. As debêntures são títulos de longo prazo e apesar das garantias e da regulamentação do processo de emissão feito pela CVM sempre existe risco para o debenturista. No financiamento ocorre à mesma situação, apesar de toda a análise de crédito e das garantias exigidas no ato da contratação a Instituição financeira haverá risco de inadimplência. Já no que se refere ao lançamento de ações a empresa não adquire credores, mas assume o risco do negócio caso o investimento não traga para a empresa o retorno esperado e estipulado quando da captação.

## 5 CONCLUSÃO

Frente a análise conjunta realizada ao longo desta pesquisa, observa-se que a emissão de Debêntures está se tornando algo cada vez mais atrativo para as empresas S.A's, no sentido de captação de recursos de terceiros. Tais motivos se dão pela flexibilidade de sua estrutura que se concentra no aspecto de longo prazo, e da redução de custos através da dedutibilidade no IR (imposto de Renda), podendo as empresas declarar como despesas o pagamento aos debenturistas.

Já do ponto de vista do investidor, a remuneração é o fator principal que leva a pessoa física e/ou jurídica a arriscar em tais investimentos via emissão de Debêntures. Sendo que, proporciona ao debenturista o retorno do principal investido acrescido de várias formas de remuneração. E que, tal mecanismo financeiro, em momentos de instabilidade econômica corresponde melhor ao mercado em relação a outras formas de captação recursos.

Quanto ao comparativo elaborado no contexto deste trabalho, demonstra que a maior responsabilidade de risco, concentra-se no debenturista, devido a Debênture ser um título de crédito de longo prazo. Diante disso o investidor deve levar em consideração o índice de rentabilidade da empresa emissora antes do investimento. Tendo em vista que, a emissão de Debêntures faz com que as empresas adquiram um grau de endividamento considerável.

O lançamento de Debêntures apresentado no caso prático, da empresa MRV Engenharia Participações S.A, possui reflexo direto no que tange a sociedade brasileira, uma vez que tais títulos se destinam a captação de recursos para participação da empresa no programa social, criado pelo governo federal na viabilização de moradias para as classes sociais de baixo poder aquisitivo, além da geração de empregos diretos e indiretos decorrente do programa.

Contudo, foi possível evidenciar nesta pesquisa que quando a empresa deseja fazer um aporte de capital para novos investimentos e aumento da capacidade produtiva, deve sempre analisar todas as possíveis alternativas de captação de recursos de terceiros com base no custo de oportunidade, no grau de endividamento e nos retornos esperados pela empresa. Nesta visão, as Debêntures podem sim, ser utilizadas para tal fim, pois atende as empresas em seus objetivos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo : Atlas, 2003. 609p.

BRASIL. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro - ANDIMA. **Estudos Especiais Produtos de Capacitação – Debêntures**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 14 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de jun. 1965. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 5.869, de 11 de jan. 1973. 1973. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 07 de dez. 1976. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dez. 1976. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 8.953, 13 de dez. 1994. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de out. 2001. **Debêntures: Guia de Consulta Rápida à Legislação**. Rio de Janeiro: 2008. Disponível em: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em: 16 abr. 2009.

BODIE, Z. Merton, R C. **Finanças**; trad. James Sudellano Cook- Porto Alegre: Artes Médicas Sul, 1999.

BRIGHAM, Eugene F. HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Ed. Campos. Rio de Janeiro. 1999.

DAMODARA, Aswath: **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre/RS – Ed. Bookman, 2005. 55p e 235p.

FERNANDES, Marx. MRV: nova emissão de debêntures. **Minas Gerais**, Belo Horizonte, 14 abr. 2009. Diário do Comércio, p.10.

FLINK, Salomon J. GRUNRWALD, Donald. **Administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1970. 2v.

HORNGREN, Charles T. **Introdução à Contabilidade Gerencial**. Rio de Janeiro: Parentice Hall do Brasil, 1985. 776p.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo, ED. Atlas, 2002. 175p.

MARCONI, Marina de Andrade. LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo, Ed. Atlas, 6ª ed, 2007. 315p.

MARX, Karl. **O Capital**. Paris, 1959. Disponível em: [http://br.geocities.com/rev\\_vermelha/capital.htm](http://br.geocities.com/rev_vermelha/capital.htm). Acesso em: 20 abr. de 2009.