TCC/UNICAMP
T235m
IE/2596

[illegible] de Campinas
Instituto de Economia

1290002596
IE
TCC/UNICAMP T235m

UNICAMP

Mercado De Debêntures No Brasil

Campinas, 01 de dezembro de 2005
Nome: Eduardo Fadul Teixeira
RA: 015903

Orientadora: Maryse Farhi

CEDOC/IE

ÍNDICE

1- INTRODUÇÃO....4

1.2- Diferença Semântica do Termo Securitização....6

2- PROCESSO HISTÓRICO DA SECURITIZAÇÃO NO MERCADO INTERNACIONAL....7

2.1- O Conceito Básico da Securização com Lastro....9
2.2- Securitização de Recebíveis nos EUA e mais Recentemente no Brasil....11
2.3- Importância do Processo de Securitização no Mercado Americano e a Tendência no Mercado Brasileiro....13
2.4- IMPACTOS DA SECURITIZAÇÃO NOS MERCADOS FINANCEIROS....18
2.4.1- Dispersão dos ativos financeiros....19
2.4.2- Incentivo à criação de poupança....19
2.4.3- Redução de custos....19
2.4.4- Diversificação de riscos....19
2.5- Vantagens Da Securitização....20

3- DEFINIÇÃO DE DEBÊNTURES....22

3.1 Mercado Atual de Debêntures....22
3.2 Regras de Tributação que Beneficiaram o Mercado de Debêntures no Brasil....24
3.3 Mercado Secundário....26
3.4 Papel da CVM no Mercado de Debêntures....28
3.5 Mudanças na Legislação....29

4. CONCLUSÃO....31

5. ANEXO....33

5.1-Processo de Emissão....33
5.1.2-Procedimento da Emissão....33
5.1.3-Características das Debêntures....35

6- BIBLIOGRAFIA....45

Índice de Figuras

FIGURA 1: NÚMERO DE NOVAS OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EFETUADAS NOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS.....8

FIGURA 2: VOLUME DE DEBÊNTURES EMITIDAS.....23

FIGURA 3: NEGOCIAÇÃO DE DEBÊNTURES SECUNDÁRIAS.....27

1- Introdução

A expansão do mercado de debêntures deve ser analisada como um processo decorrente da chamada securitização, verificado com maior vigor, a partir da dos anos 80. Foi a partir do aumento de operações de securitização que se Desta forma, para compreender melhor esse processo faz-se mister verificar como se desenvolveu o sistema financeiro internacional a partir das décadas de 60 e 70 em que a forma mais significativa de captação de recursos se dava via bancos através dos chamados empréstimos sindicatos (créditos concedidos por um conjunto de bancos) e foi perdendo importância a partir do momento em que o desenvolvimento do euromercado possibilitou que determinadas entidades (corporações industriais e governos) pudessem fazer captação direta de recursos. A emissão de bônus no euromercado foi uma das inovações desse período a qual foi propiciada, em grande medida, pela liquidez internacional bem como pelas atividades bancárias internacionais.

Sabe-se que o mercado de debêntures no Brasil data ainda do período do Império, sendo este, portanto, um instrumento bastante antigo para a captação de recursos. Porém, devido a fatores institucionais bem como a falta de garantia proporcionada aos credores, tal mercado não era significativo. Recentemente, após a estabilização com o Plano real atrelado às recentes inovações tecnológicas principalmente nas áreas de comunicação e informática, a securitização tem se expandido fortemente no Brasil sendo esse processo fundamental para o entendimento do incremento do volume de operações no mercado de debêntures.

Outro fator mais recente, dentro desse processo histórico, que tem colaborado bastante para tal expansão refere-se à quantidade de recursos geridos por fundos, o que aumentou bastante a demanda por tal ativo.

Inovações como a securitização, a nova estrutura-financeira informatizada bem como a regulamentação das emissões proporcionaram um grande aumento do mercado de debêntures, sendo que no caso brasileiro embora a emissão das mesmas data ainda do final do século XIX, a sua utilização era bastante insignificante devido a fatores institucionais que não garantiam segurança aos investidores e, ademais, existiam fatores de grande incerteza dado o cenário inflacionário verificado na década de oitenta. Grandes modificações foram implantadas de modo a proporcionar maiores garantias aos investidores. Sem o avanço da informatização certamente não seria possível observar o aumento dessas operações da ordem de grandeza que se apresentam. Será a partir dessas transformações que se criarão condição para o desenvolvimento de um mercado primário e secundário de títulos no Brasil. Para se ter idéia desses números, nos quatro primeiros meses de 2005 o volume de registros na CVM - Comissão de Valores Mobiliários foi da ordem de R$ 16,4 bilhões. Vale dizer que começamos a entrar na tendência do mercado americano, pois somente o volume de dívida coorporativa, em 2004, registrou um volume de US$ 4,7 trilhões o que reforça a importância desse tipo de operação na atualidade.

Vale salientar que, essa nova engenharia financeira associada à maior integração do sistema financeiro (com a entrada de investidores não somente ligados às instituições bancárias) proporcionou não só o afluxo de capitais no mercado de debêntures como também nos mercados de ações e títulos. A grande vantagem das debêntures deriva da flexibilidade dessas operações de maneira a adequar os interesses das empresas, na medida em que elas podem realizar os pagamentos de suas obrigações de acordo com suas necessidades específicas, bem como aos interesses dos investidores que vêem nas debêntures uma maneira de remuneração do capital. Essa forma de financiamento tem crescido em grande parte pelo fato de que os empresários, na tentativa de tornar suas empresas mais competitivas e não serem absorvidos pelas empresas gigantes e,portanto, procuram formas alternativas de financiamento mais baratas de modo a aumentar os investimentos necessários à inovação bem como diminuir seus custos o que, conseqüentemente, aumentará a produtividade da empresa.

Por conseguinte, considerando o fato de que toda essa expansão do mercado de debêntures é motivada fundamentalmente pelo processo de securitização, tratarei do tema e suas conseqüências.

1.2- Diferença Semântica do Termo Securitização

O termo securitização é utilizado de duas formas, vale dizer, de seu significado mais geral que seria todos os tipos de títulos emitidos e vendidos nos mercados para prover *funding* e em seu significado mais particular e conhecido no Brasil como a Securitização com lastro. Vale dizer que na maioria das vezes não se diferencia as duas acepções do termo. Tratarei aqui neste trabalho de ambos, porém para a compreensão do mercado de debêntures darei destaque a securitização entendida como um processo histórico fruto de inovação financeira que permite aos tomadores de recurso lançar títulos diretos no mercado financeiros com o objetivo de captar recursos a um custo mais baixo, ou seja, securitização como um processo de emissão e venda de debêntures nos mercados.

2- Processo Histórico da Securitização no Mercado Internacional

Inicialmente, o termo securitização deve ser entendido como um processo histórico que possibilitou tomadores de créditos captar recursos diretamente no mercado de capitais e, portanto, sem a intermediação de bancos. Nesse sentido, a securitização tratada refere-se a um instrumento produzido pelo sistema financeiro como forma de aumentar a oferta de capital a custos mais baixos. Este mercado de securitização ganhou força ainda na década de 80 após ter-se notado um impressionante desenvolvimento em inovações financeiras, tais como a emissão de títulos por empresas e governos a fim de tomar capital a taxas menos elevadas do que aquelas praticadas pelo tradicional meio de captação (via bancos).

Segundo Freitas (1989), o grande crescimento do processo de securitização verificado nos anos 80 em países desenvolvidos, em especial nos Estados Unidos, deveu-se em grande medida à maior liquidez dos títulos de dívida direta, devido à formação de mercados secundários desenvolvidos e da diluição dos riscos divididos entre um número maior de instituições financeiras e produtivas.

Vale ressaltar que esse processo foi possível em grande medida pelas inovações, sobretudo no que se refere às novas tecnologias tais como a informatização e a telecomunicação. Esses instrumentos permitiram que houvesse um maior número de instituições operando no sistema financeiro. A esse processo acrescenta-se a desregulamentação financeira promovida nos países desenvolvidos a qual criaram-se condições para que essas outras instituições (não bancárias) também pudessem atuar no mercado financeiro. Desta forma, verificou-se um aumento da concorrência entre as instituições bancárias e não bancárias (inclusive entre bancos comerciais e bancos de investimento) o que por sua vez favorecia a criação de novas inovações financeiras ou mesmo a especialização das instituições em mercados distintos. É digno de nota o fato de que tal concorrência, em grande medida, esteve ligada a questão da desregulamentação já que a mesma contribuiu para a integração financeira internacional. Isso pode ser verificado

através de mercados 24 horas para muitos dos instrumentos financeiros, pela elevada mobilidade dos fluxos internacionais de capitais, pela expansão internacional, pela diversificação dos portfólios dos investidores institucionais bem como pela significativa multiplicação de novos instrumentos no Euromercado e no mercado americano juntamente com sistemas financeiros domésticos.

Freitas(1989) ainda refere-se ao fato de que "a securitização possibilita uma diminuição nos encargos financeiros aos tomadores de bom risco".

Segue abaixo uma tabela mostrando os números de novas operações de empréstimos efetuadas nos mercados financeiros internacionais (US$ Bilhões).

Figura 1: Número de novas operações de empréstimos efetuadas nos mercados financeiros internacionais.

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Emissões de bônus internacionais	44	71,6	72	108	164	220,3
Bônus com Taxas Fixas	32,1	55,9	46,9	62	96,2	145,4
FRN	7,8	12,6	15,3	34	55,9	47,8
Bônus Conversíveis	4,1	3,2	9,9	11,9	11,6	27,1
HIF	1	2,3	3,3	18,8	49,5	69,5
Empréstimos Sindicatos Bancários	131,5	99,4	51,8	36,6	21,1	37,8
Empréstimos Voluntários	131,5	88,2	38,1	30,1	18,8	29,8
Empréstimos "não espontâneos"	0	11,2	13,7	6,5	2,3	8
Total das Operações	176,5	173	127,1	163	234	327,6
Mercado de bônus como percentagem do Total de Operações	25,5	42,6	59,2	77,6	91	88,5

Fonte: Burns (1987) p.91

A tabela acima nos revela qual foi a magnitude do número de novas operações financeiras na primeira metade da década de 80.

Em 1981, o volume de emissões de bônus internacionais era da ordem de US$ 44 bilhões ao passo que em 1986 esse número era de US$ 220,3 bilhões, ou seja, um aumento da ordem de 400%. Por outro lado, o volume de empréstimos sindicatos bancários reduziu-se drasticamente, vale dizer, enquanto em 1981 o volume era de US$ 131,5 bilhões, em 1986 era de apenas US$ 37,8 bilhões. Esses números revelam que a tradicional forma de

empréstimos (sindicatos) foram substituídos pelos novos instrumentos financeiros tais como a emissão direta de títulos por parte dos tomadores. Além disso, deve-se ressaltar que mesmo os bancos comerciais que eram tradicionalmente os credores, passaram a se valer desses novos instrumentos em suas operações financeiras.

Outro dado importante da tabela refere-se ao total de operações durante esse período, isto é, de US$ 176,5 bilhões em 1981 salta para US$ 327,6 bilhões em 1986. Portanto, o aumento de 85,5% não deixa dúvida de que os novos instrumentos financeiros aumentaram grandemente o mercado de capitais global ao mesmo tempo em que promoveu uma grande integração dos mercados domésticos a partir da desregulamentação desses mercados.

2.1- O Conceito Básico da Securização com Lastro

Os dicionários da língua portuguesa já trazem o termo e o define como "operação de crédito caracterizada pelo lançamento de títulos com determinada garantia de pagamento". Portanto, a palavra securitização possui o significado de emissão de títulos mobiliários com vínculo em um determinado ativo, o ativo passível de securitização. Deve-se atentar que essa definição trata de uma securitização mais restrita e, portanto, mais particular sendo também bastante importante devido o número de operações dessa natureza no mercado atual.

Kothari (1999) descreve que a securitização, em seu conceito mais amplo, tem o sentido de conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

Kravitt (1998) também prefere dar significado mais abrangente, defendendo que a securitização consiste na utilização de uma estrutura para financiar determinados ativos de forma mais eficiente, baseada na escolha pela expectativa de comportamento financeiro de determinados ativos, em oposição à expectativa de comportamento financeiro do próprio originador desses ativos.

De acordo com Rocha Lima Jr (1998), a palavra securitização provém do inglês securtization que deriva do vocábulo securities o que significa títulos mobiliários. De acordo com Downes; Goodman (1991), securitização é "um processo de diversificação de riscos através do vínculo de instrumentos de dívida junto a um grupo de ativos e a conseqüente emissão de títulos lastreados neste grupo".

Para Danaldson apud Henderson; Scott (1988), securitização é "a prática de estruturar e vender títulos negociáveis com o objetivo de distribuir o risco, normalmente concentrado em um único originador ou em um pequeno grupo, a um grande grupo de investidores".

Henderson; Scott (1988) exemplificam que a securitização é um processo onde um determinado ativo é retirado do balanço de uma empresa originadora através da venda a investidores de títulos negociáveis representativos deste mesmo ativo, sem o direito de regresso (ou com o direito de regresso limitado) contra o originador.

Por conseguinte, com o processo de securitização com lastro criou-se uma estrutura de captação de recursos associada à qualidade dos ativos, vale dizer, à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos e não à qualidade do tomador dos recursos. A qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não de forma obrigatória ou necessária. Destarte, o objetivo das operações de securitização é a criação de títulos representativos de um determinado ativo que possam ser absorvidos pelo mercado de capitais pela atratividade junto a esse mercado.

Sabe-se que as primeiras operações de securitização no Brasil foram verificadas no início dos anos 80. Tal fato deve-se, em grande medida, ao processo de desregulamentação financeira ocorrido em diversos países e também ao aumento de investidores institucionais no mercado de capitais. Neste contexto, entra em cena outras instituições que não apenas as financeiras realizando esse tipo de operações financeiras.

A questão da integração econômica internacional torna-se necessária devido à tendência de uma reestruturação produtiva bem como ao aumento dos investimentos combinarem-se com a expansão da securitização. Nota-se ainda dois outros fatores relevantes: O primeiro refere-se ao padrão de internacionalização financeira com aquisições interfronteiras e o segundo tem relação com a mudança da forma de atuação dos bancos transnacionais dos países em desenvolvimento na década de 80, num contexto de crise. Ou seja, as instituições financeiras bancárias ao lidar com a retração de créditos voluntários, começaram a atuar como bancos de investimento de modo a operar substituições de dívidas em investimentos. Por outro lado, verificou-se um grande aumento de ativos sob gestão, vale dizer, verificou-se uma oferta de poupança gerada pelos fundos de pensão que superou a capacidade do mercado que satisfizessem os critérios de investimentos reguladores. Portanto, com essa inovação da securitização também no Brasil, tais fundos passaram a investir em ativos como títulos públicos e debêntures e, ademais, os bancos passaram a desempenhar atividades de bancos de investimentos não só em países industrializados, mas também em países subdesenvolvidos.

2.2- Securitização de Recebíveis nos EUA e mais Recentemente no Brasil

Em meados dos anos 80, verificou-se que o mercado de *bonds* de empresas privadas nos Estados Unidos presenciou a introdução de operações estruturadas nas quais o risco de crédito da emissão não era mais baseado no risco de crédito do emissor, vale dizer, do originador da emissão.O lastro desses títulos era representado por *pools* de recebíveis, especificamente originados por operações de empréstimos, sendo que o *cash flow* (fluxo de

caixa) dos títulos espelhavam o *cash flow* dos recebíveis. Tal tipo de estrutura é conhecido como "*Asset-Backed Securities*" (títulos de ativos com lastro).

Inicialmente a emissão do valor mobiliário era efetuada por uma sociedade comercial originadora dos créditos (recebíveis). Nesse tipo de modalidade, securitização parcial, a companhia emitia no mercado de capitais valores mobiliários, em principio debêntures, com garantia real (penhor de créditos, esses derivados das operações normais da emissora). Assim, para a garantia do pagamento das debêntures, por companhia prestadora de serviço de cartão de crédito, por exemplo, eram dadas em penhor os créditos que a emitente possuía junto a seus clientes, os titulares dos cartões. Nesse tipo de operação, não havendo a segregação dos direitos creditórios do patrimônio da sociedade originadora, o investidor fica exposto ao risco do tomador dos recursos, não havendo que falar, nesses casos, em verdadeira securitização.

Melhor dizendo, nessa modalidade não se utiliza a Sociedade de Propósito Específica (SPE) como instrumento da segregação do risco inerente às atividades da sociedade emissora dos valores mobiliários. Conseqüentemente, os investidores, ao adquirirem os valores mobiliários então emitidos, correm o risco oriundo das atividades empresariais conduzidas pela emitente.

Algumas operações com essas características são realizadas, ainda que de forma esparsa, especialmente por empresas prestadoras de serviços públicos, tais como fornecimento de energia elétrica, serviço de telefonia, água, entre outras. Nestas operações, ao penhor de direitos creditórios acrescenta-se a opção dada ao investidor de utilização do valor do seu crédito para o pagamento pelo serviço público prestado. No início da década de 90, um outro tipo de securitização passa a ser realizada no Brasil: o *Asset Backed Security* (títulos de ativos lastreados).

Neste tipo de operação, há uma transferência dos direitos creditórios gerados pela companhia operacional, a originadora, para uma Sociedade de Propósito Específico, SPE, utilizada como instrumento da operação, a qual emite, publicamente, valores mobiliários,

aplicando o produto dessa emissão na aquisição dos direitos creditórios originados pela companhia operacional. Portanto, conforme citado anteriormente, os investidores não estão buscando investimentos diretamente na empresa originadora, mas sim no pacote de recebíveis que lhes foi oferecido.

Deve-se atentar que para dar segurança aos investidores e cumprindo o disposto no artigo 60 da Lei 6404/76, a sociedade, SPE, o valor total das emissões das debêntures deverá obedecer a determinados limites legais (quando a debênture emitida for subordinada não há qualquer obrigatoriedade de se atender ao requisito referido no artigo 60, da Lei 6404/76). Assim, o valor dos direitos creditório dados em garantia real, por exigência legal, deve ser superior ao valor das debêntures emitidas.

Assim sendo, a securitização de recebíveis concretizou a criação de uma Sociedade de Propósito Específico-SPE - a qual tem como finalidade única a captura de recursos através do mercado de capitais nacional via emissão de valores mobiliários, em princípio debêntures ou "commercial papers", para a aquisição de direitos creditórios originados em uma ou mais companhias (cessão dos créditos).

Por conseguinte, a SPE ficará encarregada em fazer com que as debêntures, por exemplo, sejam pagas na data de seu vencimento de modo que se faça mister a criação de uma complexa estrutura contratual e societária a fim de atingir tal objetivo.

2.3- Importância do Processo de Securitização no Mercado Americano e a Tendência no Mercado Brasileiro

Primeiramente deve-se dizer que a securitização intensificou a atuação de outras instituições que não apenas as financeiras no mercado de capital. Embora os empréstimos sindicatos tenham diminuído substancialmente, os bancos comerciais passaram a operar no mercado de capitais adquirindo títulos com elevada rentabilidade e baixo risco. Ademais, essas instituições bancárias não só passaram a comprar títulos, mas também passaram a emiti-los como forma de captação de recursos de modo a melhorar sua relação capital/ativo.

Por outro lado, a securitização tem papel fundamental nas economias desenvolvidas do mundo inteiro, embora grande parte das operações [segundo Kothari (2001), cerca de 75% do volume mundial] seja realizadas nos Estados Unidos. Fannie Mãe (2001) estima que o volume total de títulos lastreados em hipotecas em circulação no mercado americano já ultrapasse a cifra da ordem de US$ 4 trilhões, o que representa, aproximadamente, 80% de ativos securitizados. Assim sendo, é possível estimar que o volume total de títulos vinculados a ativos securitizados em circulação no mercado americano é da ordem de US$ 5 trilhões, ou seja, equivalente a 50% do PIB americano.

Sabe-se que a captação de recursos para alguns mercados americanos tais como: o imobiliário e o de cartões de crédito são feitos através de operações de securitização. Esse mecanismo segundo Barbour, Norton; Slover (1997) amplia a possibilidade de captação de recursos e acesso a financiamento aos originadores desses créditos, através de um meio alternativo e eficiente, dando acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo custos e riscos de captação. Ademais, o fato da possibilidade da dissociação da qualidade dos créditos da qualidade do originador permite que os próprios custos de captação sejam menores, decorrência do aumento da base de investidores.

Henderson; Scott reforça a idéia de que são várias as vantagens provenientes do processo de securitização com relação aos originadores e, segundo ele, a mais importante é a possibilidade de captação de recursos a custo mais baixos do que as empresas teriam se captassem recursos pelos meios tradicionais de empréstimo.

Seguramente outra importância fundamental para o sistema financeiro refere-se ao fato de que a securitização com lastro proporciona maior segurança aos investidores na medida em que estes ao invés de adquirirem um ativo de emissão da sociedade originadora, correndo os ricos particulares dessa instituição e ainda passível a empreendimentos comerciais de naturezas distintas, vale dizer, os investidores não correm riscos específicos de um determinado setor, pois o título adquirido refere-se a uma Sociedade de Propósito Específico cuja única razão de existir é a de receber de terceiros (regra geral clientes da

sociedade originadora) o crédito que possui no seu patrimônio. O risco dos investidores se limita à qualidade dos créditos de que a SPE é titular. Deve-se salientar ainda que o aumento notável do número de debêntures se deve, em grande medida, a essa grande expansão da securitização com lastro.

Os títulos de securitização com lastro, em especial as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs ou fundos de recebíveis) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), têm apresentado números de crescimento impressionantes. Cerca de 70 fundos de recebíveis no Brasil estão atuando na compra e administração dos mais diversos direitos de crédito, e já são 22 companhias securitizadoras de créditos imobiliários em atuação emitindo CRIs.

Apenas no primeiro semestre de 2005, foram registrados, no Brasil, 21 emissões de CRIs, totalizando mais de R$ 574 milhões, ultrapassando o valor total de R$ 403 milhões em CRIs emitidos em 2004. As distribuições de cotas de fundos de recebíveis já superam R$ 4,2 bilhões este ano, contra R$ 5,11 bilhões no ano passado (R$ 1,54 bilhões em 2003).

Considerando tais números, a securitização com lastro ocupa o segundo lugar em volume de títulos emitidos em 2005, perdendo apenas para as debêntures, que estão vivendo um momento sem precedentes, e a tendência indica que encerrará o ano nessa posição. Deve-se considerar que esse produto é relativamente jovem, uma vez que os fundos de recebíveis completarão quatro anos em dezembro de 2005, ao passo que os CRIs comemorarão oito anos em novembro. Nos dois casos (FIDCs e CRIs), os títulos de securitização com lastro se apresentam como uma ótima oportunidade para os investidores. Devido ao fato de serem novidade, os fundos de recebíveis ainda oferecem elevada rentabilidade e baixo risco. O pouco conhecimento a respeito desse investimento bem como o reduzido número de investidores que já experimentaram o produto o torna mal arbitrado.

Nota-se uma não comum inversão de um princípio básico da economia, uma vez que os FIDCs estão proporcionando alta rentabilidade e baixo risco. Concomitantemente, os

CRIs se apresentam como uma opção imbatível para o investidor pessoa física que aprecie um investimento com rendimento de IGP-M mais juros: garantia imobiliária e isenção de imposto de renda sobre o rendimento.

Justamente por essas vantagens e pela grande demanda por esse tipo de operação, pessoas físicas também já podem investir em títulos de securitização. Para investir de forma direta, a regulamentação desses produtos estabelece os seguintes requisitos:

- Somente "investidores qualificados", para pessoas físicas, aquelas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 300.000,00, podem comprar cotas de FIDCs;
- O valor mínimo de R$ 25 mil e o valor mínimo de cada CRI emitido deve ser de R$ 300.000,00.

Porém, tais restrições têm impedindo uma maior participação da pessoa física nesse mercado e tal fato pode ser demonstrado pelo reduzido número de investidores dos FIDCs existentes, mas algumas alternativas surgidas recentemente oferecem oportunidades para aquelas pessoas que não possuam ou não pretendam dispor de tais valores acima referidos.

A primeira delas é a mais simples e acessível: através de um clube de investimento. Com a edição da Resolução 303/2005, a Bovespa autorizou que os clubes invistam até 49% de seus recursos em fundos de investimento em direitos creditórios e certificados de recebíveis imobiliários. Para isso, basta que o Estatuto Social do clube admita essa possibilidade.

Os clubes são instrumentos exclusivamente para pessoas físicas, normalmente aceitando a aplicação de pequenas quantias, servindo como mecanismo para que o investidor participe de uma carteira de adequada diversificação, aproveitando diferentes oportunidades sem aplicar uma fortuna.

Outra possibilidade de investir em securitização, ainda que indiretamente, surgiu há alguns meses pela Instrução 409, quando a CVM admitiu a aquisição de cotas de fundos de recebíveis pelos fundos de renda fixa e pelos fundos multimercados, até o limite de 10% do patrimônio líquido. A norma exige previsão expressa no regulamento e no prospecto do fundo da admissibilidade de investir em FIDCs.

A tendência de redução da taxa básica de juros (Selic) deve, ao longo do tempo, motivar os gestores a buscar alternativas de boa relação risco/retorno para a alocação de recursos. Os FIDCs, neste caso, devem receber uma atenção especial, principalmente se surgir demanda dos aplicadores por fundos de renda fixa que tenham a política de investir em títulos de securitização.

O investidor que queira adquirir CRIs, mas não pretenda dispor de R$ 300 mil, ainda resta uma possibilidade. A Instrução CVM 414 admitiu a emissão de certificados de recebíveis imobiliários de valores inferiores a R$ 300 mil (sem limite mínimo), desde que respeitadas as seguintes condições:

- Devem ser lastreados em créditos originados de imóveis com "habite-se";
- O limite máximo por devedor deve ser de 0,5% dos créditos.

Tais exigências implicam em restringir a emissão de CRIs de varejo apenas quando o lastro for composto por mais de 200 contratos de financiamento de imóveis já entregues, com devedores distintos. O órgão regulador e fiscalizador do mercado certamente exageraram na dose de precaução. Exatamente por isso não se tem notícia de uma única emissão de CRIs que atendesse todos esses requisitos. Porém, as pessoas que pretendem investir em CRI sem dispor de tal valor deverá realizar o seguinte procedimento: Após 18 meses da distribuição dos CRIs, a securitizadora pode desdobrar os certificados, de maneira que o valor unitário fique inferior a R$ 300 mil, observados os requisitos da regulamentação.

Na pior hipótese, não surgindo uma emissão primária pulverizada de CRIs, dentro de pouco tempo surgirão os primeiros negócios de CRIs de pequeno valor pelas pessoas físicas no mercado secundário.

A partir de então as pessoas físicas também poderão operar neste mercado, um prisma de excelentes oportunidades se abrirá, onde hoje operam apenas bancos e investidores institucionais.

2.4- IMPACTOS DA SECURITIZAÇÃO NOS MERCADOS FINANCEIROS

A securitização modificou profundamente o mercado financeiro mundial causando, por exemplo, alterações substanciais no papel dos bancos junto ao mercado. Kothari (1999) ressalta que a forma tradicional de empréstimo faz com que os bancos desempenhem o papel de originadores de ativos, provedores de recursos, gestores de ativos e "garantidores" para que possam tomar recursos junto ao mercado. Após a securitização, eles passaram a ter as seguintes funções: originadores, colocadores e/ou distribuidores dos títulos emitidos no mercado e gestores possibilitando que cada instituição foque naquela atividade em que melhor se desenvolve.

Ademais, conforme Henderson; Scott (1988), o processo de desintermediação financeira aumenta grandemente a capacidade de captação de recursos junto ao mercado, tendo como finalidade melhorar a eficiência no mercado de crédito de modo geral, fazendo com que as diversas empresas possam ser especializadas em várias etapas da cadeia (originação, distribuição e gestão), deixando o risco de crédito dos ativos originais serem distribuídos por uma grande base de investidores, dividindo, em alguns casos, com empresas garantidoras e seguradoras.

Seguem os principais impactos econômicos que o processo de securitização trouxeram e podem trazer para o mercado financeiro:

2.4.1- Dispersão dos ativos financeiros

Essa dispersão permite que os títulos sejam distribuídos por um maior número possível de investidores, o que gera maior eficiência no mercado e, ademais, promove a liquidez no mercado bem como a promoção do desenvolvimento de novas operações. Deve-se ainda ressaltar que a diversificação de investidores permite a alavancagem da captação de recursos de um dado mercado devido à ampliação do volume de capitais disponíveis.

2.4.2- Incentivo à criação de poupança

Kothari (1999) salienta que a diversificação das opções de investimento tem um papel fundamental ao desenvolver uma cultura de investimento de longo prazo, vale dizer, para que se crie uma cultura de poupança. Sabe-se que os investimentos de longo prazo são extremamente importantes para o crescimento dos países e, sobretudo os emergentes.

2.4.3- Redução de custos

Segundo Schwarcz, dado que o processo de securitização tem como objetivo conectar a necessidade de recursos do mercado primário com a necessidade de investimentos do mercado de capitais, retirando de cena o intermediário, em termos de captação e investimento de recursos. Tal eliminação diminui paulatinamente o custo destes recursos e, conseqüentemente, aumenta o acesso às operações de financiamento para o mercado primário.

2.4.4- Diversificação de riscos

De acordo com Kothari (1999), uma operação de securitização permite a difusão e distribuição dos riscos de uma base larga de investidores, reforçando, portanto a diminuição de custos que estas operações podem trazer.

A própria palavra securitização bem como seu sentido básico remete à função e objetivo de distribuição de riscos. Uma vez que ocorre a diversificação, dilui-se o risco concentrado em um único originador entre todos os ativos componentes de um determinado portfólio.

2.5- Vantagens Da Securitização

São várias as vantagens que a securitização possibilitou ao desenvolvimento do mercado de capitais. São esses fatores os responsáveis pelo grande sucesso desse tipo de títulos nos mercados externo e doméstico. Abaixo seguem algumas dessas vantagens:

Possibilitou o aumento expressivo do número de operações de captação de recursos a um custo mais baixo;

Promoveu o incentivo ao aparecimento de novas inovações financeiras ao mesmo tempo em que favoreceu a prática de operações antigas tais como a emissão de debêntures;

Criou-se total transparência das operações realizadas no âmbito da SPE, bem como dos elementos que integram o seu patrimônio;

Acenou-se a possibilidade técnica de se avaliar, adequadamente, os direitos creditórios negociados, prevendo-se de forma acurada os fluxos de caixa a serem por eles gerados;

Desenvolveram-se mecanismos de cobrança dos créditos, cada vez mais sofisticados, dando segurança a operacionalidade da transação e, finalmente,

Com base em análise do grau de inadimplência dos devedores é possível constituir as garantias necessárias e suficientes para assegurar aos investidores de que nas datas dos vencimentos dos juros e do principal haverá, no patrimônio da emissora, recursos suficientes para atender aos pagamentos devidos.

Portanto, mais do que uma inovação financeira a securitização propiciou que os investidores tivessem maiores oportunidades de rentabilidade elevada ao mesmo tempo em que seus riscos foram minorados na medida em que esse tipo de operação diminui substancialmente a possibilidade do devedor não honrar seus compromissos. É nesse contexto que as debêntures têm ganhado destaque nos últimos anos, ou seja, criou-se um mecanismo pelo qual a Companhia Securitizadora capta recursos também através da emissão pública de debêntures. Tal procedimento permite que o risco que crédito dos recebíveis fique separado do risco de crédito da empresa originária e, ademais, a securitização torna-se uma alternativa para as companhias que não querem aumentar seu nível de endividamento com seus credores.

3- DEFINIÇÃO DE DEBÊNTURES

Debênture é um instrumento financeiro que tem como objetivo a captação de recursos através da emissão de títulos no mercado financeiro, vale dizer, é uma forma das instituições públicas e privadas levantarem recursos a custos mais baixos e ao mesmo tempo adequar favoravelmente a forma de pagamento da dívida emitida.

Outra definição para o termo seria: "Título que representa empréstimo a uma empresa de capital aberto, rendendo juros e correção monetária e, ademais, garantido ou não pelo ativo da empresa com a preferência para resgate sobre praticamente todos os outros débitos da empresa originadora".

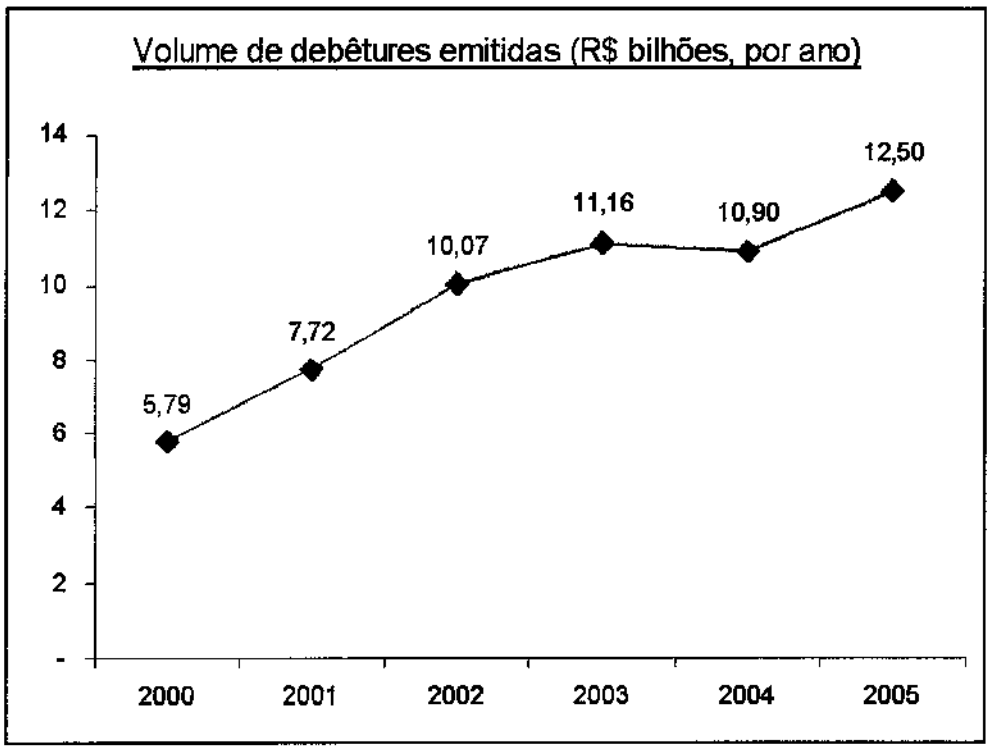
Segundo a definição do Sistema Nacional de Debêntures, o termo debêntures refere-se aos valores mobiliários representativos de dívida de médios e longos prazos que asseguram seus detentores (debenturistas) direito de créditos contra a companhia emissora.

3.1 Mercado Atual de Debêntures

Pode-se dizer que o mercado de debêntures no Brasil se desenvolveu de maneira mais significativa a partir da década de 90, embora essa fosse uma forma de capitação de recursos bastante antiga. O incremento dessas operações se deve, em grande medida, ao desenvolvimento do mercado de capitais que por sua vez tem-se mostrado cada vez mais presente na economia brasileira. Nesse sentido, a securitização bem como a estruturação e regulação de determinadas instituições certamente contribuíram bastante para o aumento do número de operações com debêntures.

Segue abaixo um gráfico com os volumes de debêntures emitidas a partir do ano 2000.

Figura 2: Volume de **debêntures Emitidas**



Elaboração própria

Fonte: **Dados da SND (Sistema Nacional de debêntures)**

Esses números revelam que nos últimos anos a emissão de debêntures tem se disseminado no mercado mobiliário brasileiro como forma de captação de recursos. Vale destacar que em 5 anos o número dessas operações teve um crescimento acima de 100% (considerando que os 12,5 bilhões é o volume de emissões de debêntures até setembro de 2005).

Assim sendo, pode-se afirmar que esse é um grande mercado em expansão utilizado principalmente como fonte de financiamento para empresas e bancos. Esse mercado, conforme referi em uns dos tópicos desse trabalho, tem se ampliado pelo fato de que várias mudanças tributárias e institucionais têm favorecido o desenvolvimento de um mercado primário e também um mercado secundário mais significativo a partir de 2003 no Brasil. Vale dizer que esse incremento de emissões em 2005 refere-se não apenas à

mudança na tributação desses títulos, mas também pela fase de processamento de maturação desse mercado pouco explorado outrora no Brasil.

3.2 Regras de Tributação que Beneficiaram o Mercado de Debêntures no Brasil

Deve-se dizer que a expansão da securitização, no Brasil, ao contrário do que estava acontecendo no mundo apenas se manifestou na década de 90 com a desregulamentação e liberalização da economia juntamente com a implementação da estabilização a partir do Plano Real. Foi exatamente essa combinação, taxas inflacionárias relativamente baixas associadas ao aumento do número de investidores no mercado de capitais que criou as condições propícias para a emergência de um mercado de títulos com liquidez e ao mesmo tempo possibilitou a redução do prêmio de risco exigido pelos compradores de títulos.

Sabe-se que o mercado primário de debêntures no Brasil tem ganhado maior notoriedade nos últimos anos a despeito do mercado secundário desses títulos não apresentar números tão significativos (embota tenha crescidos a taxas elevadíssimas conforme mostrarei mais adiante neste trabalho). É digno de nota atentar que o incremento, principalmente do mercado primário a partir de 2005 é decorrência direta da mudança de regras na tributação desses títulos.

Duas importantes mudanças que contribuíram para o aumento de operações no mercado de debêntures foram a Lei 9.779 de janeiro de 99 que passaria a valer para aplicações e operações a partir de 01/01/2005 e o decreto de número 4.494, de 03/12/2002 que define respectivamente o seguinte:

Tais aplicações e operações a partir de 01/01/2005 sujeitam-se à incidência do imposto de renda de maneira diferencia, ou seja, aquelas operações de prazos mais curtos pagaram alíquotas do imposto de renda maiores e aquelas com prazos mais longos pagarão alíquotas menores. As alíquotas do IR serão as seguintes:

I) 22,5% em aplicações com o prazo em até 180 dias

II) 20% com prazo de 181 até 360 dias

III) 17,5% com prazo de 361 até 720 dias

IV) 15% em aplicações com o prazo acima de 720 dias

O outro fator também importante na tributação das debêntures refere-se ao Artigo 33 que diz o seguinte:

O IOF será cobrado à alíquota de um por cento ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo conforme os seguintes requisitos:

§ 1° O dispositivo aplica-se:

I – às operações realizadas no mercado de renda fixa;

II- ao resgate de cotas de fundos de investimento, ressalvado o disposto no inciso IV do § 2º.

§ 2º Ficam sujeitas à alíquota zero as operações:

I- De titularidade das instituições financeiras e das demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II- Das carteiras dos fundos de investimentos e dos clubes de investimento;

III- Do mercado de renda variável, inclusive as realizadas em Bolsa de Valores, de Mercadorias, de Futuros e entidades assemelhadas;

IV- De resgate de cotas dos fundos de investimentos em ações, assim considerados pela legislação do imposto de renda,

V- De titularidade de Fundos de Administração Pública Federal, Estadual, Municipal direta, autárquica ou fundacional, de partido político, inclusive suas fundações, e de entidades sindicais de trabalhadores

Recentemente a Lei número 11.053 de 29/12/2004 definiu através do artigo quinto que a partir de janeiro de 2005, ficam dispensados a retenção na fonte e o pagamento em separado do imposto de renda sobre rendimentos e ganhos auferidos nas aplicações de

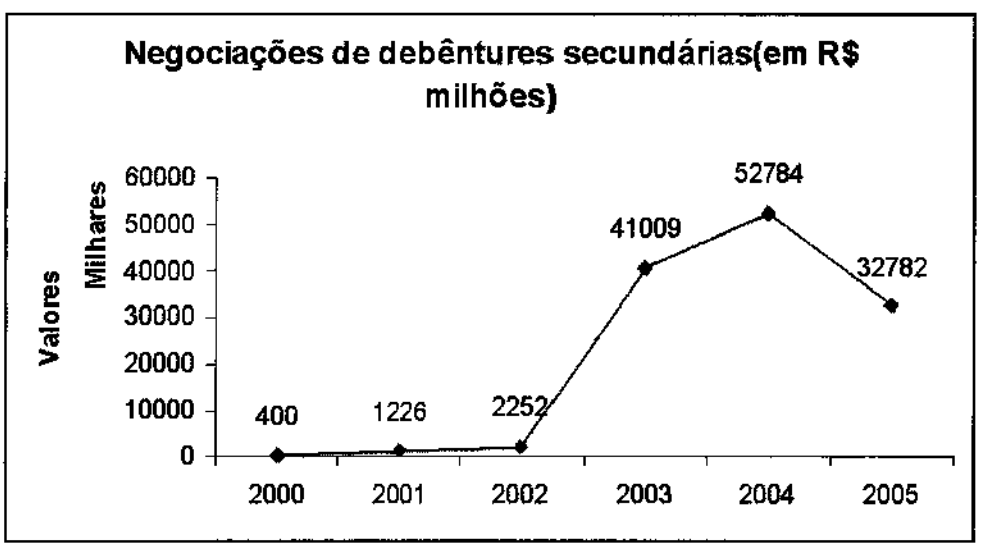
recursos das provisões, reservas técnicas e fundos de planos de benefícios de entidade de previdência complementar, Sociedade Securitizadora e FAPI, bem como de seguro de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência. Ou seja, as debêntures ficaram isentas da alíquota do IOF e, portanto, seguramente foi um fator que contribuiu para o aumento de investidores nesse tipo de títulos.

Assim, essas duas mudanças foram bastante significativas para que se aumentasse consideravelmente o mercado de debêntures no Brasil. Várias são as empresas que estão se utilizando dessas operações a fim de desfrutar dessas vantagens oferecidas recentemente pelo mercado mobiliário.

3.3 Mercado Secundário

Segundo o SND, o mercado secundário de debêntures refere-se ao seguimento no qual as operações de compra e venda são efetuadas no mercado primário pelas instituições financeiras. No Brasil, deve-se admitir que até o ano 2002 o mercado secundário de debêntures era pouco significativo. Na verdade esse mercado ganhou maior volume a partir da consolidação do processo de estabilização econômica, maiores investimentos realizados pelos fundos institucionais e também pelo processo de securitização de créditos. Segue o gráfico abaixo mostrando a evolução do mercado secundário no Brasil a partir de 2000:

Figura 3: Negociação de debêntures secundárias



Elaboração própria

Fonte: Dados da SND (Sistema Nacional de debêntures)

Conforme analisado no gráfico, o que se observa é um aumento substantivo do volume de debêntures negociadas no mercado secundário. Em 2000o volume dessas operações era de aproximadamente de 400.000 operações ao passo que em 2001 esse número ultrapassava 1.200.000 contratos, ou seja, em apenas um ano essas operações mais do que triplicaram. De 2000 para 2004 essas operações cresceram mais de 130 vezes o que revela uma mudança de magnitude dessas operações. Na verdade, era esse mercado até 2001 praticamente não era negociado no Brasil, mas a partir daí o volume não mais parou de crescer (a curva tem um declínio no ano de 2005, mas isso decorre do fato de que os dados disponíveis eram de até setembro deste ano). Vale ressaltar que somente neste ano de 2005, foram negociados no mercado secundário mais de 30.000.000 debêntures.

Assim sendo, o que se observa no Brasil foi um aumento considerável tanto da emissão de debêntures primárias como também da negociação do mercado secundário. Deve-se dizer que recentemente novas publicações foram incluídas no mercado secundário e, portanto, tudo indica que esse mercado irá continuar a se desenvolver assim como o mercado primário tem evoluído.

3.4 Papel da CVM no Mercado de Debêntures

Ainda de acordo com o SND, deve-se considerar que todas as atividades referentes a valores mobiliários e todos aqueles que estão envolvidos com estas atividades compreendem o mercado de valores mobiliários e submetem-se à disciplina e fiscalização da CVM. Por conseguinte, foi nesse contexto que começou a se desenvolver um mercado de valores mobiliários que possibilitasse a adequada transferência de recursos, o crescimento dos agentes econômicos e a viabilidade do desenvolvimento econômico e social. Nesse sentido, é extremamente relevante que esse mercado proporcione credibilidade. A existência e o crescimento do mercado de capitais estão diretamente relacionados com a confiança que seus diversos participantes têm no sistema, o que, por sua vez, depende da eficácia do órgão regulador. Destarte, a CVM deve preocupar-se em

garantir ao investidor o acesso às informações necessárias para que este tenha a certeza de que está incorrendo exclusivamente nos riscos de que tem conhecimento.

O crescimento do mercado de debêntures no Brasil esta correlacionado também com as inovações legais e administrativas no âmbito da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Dentre elas pode-se atentar para a criação da Superintendência de Proteção e Orientação a Investidores (SOI), a qual tem como objetivo o aumento do conhecimento dos investidores, vale dizer, a idéia é fornecer informações sobre as companhias abertas e orientar o investidor sobre como fazer as avaliações necessárias para seus investimentos, sem entrar no mérito das opções de investimento existentes. Ademais, a SOI recebe reclamações relacionadas à atuação de agentes do mercado, que são analisadas pela CVM e podem resultar em inquéritos administrativos e punição dos infratores.

3.5 Mudanças na Legislação

Segundo o site da ANDIMA, no que se refere à legislação, criou-se uma nova regulamentação dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, prevista na Instrução 302/99. Manteve-se a obrigação de fornecer a todo cotista, ao ingressar no fundo, cópia do prospecto e do regulamento, para conhecer as principais características do fundo. O administrador do fundo também deve fornecer informações periódicas sobre o fundo e divulgar imediatamente qualquer ato ou fato relevante.

Além disso, há duas inovações extremamente significativas. Caso o administrador contrate os serviços de agência de rating, deve apresentar, em todo o material de divulgação, o grau conferido ao fundo, bem como a indicação de como obter maiores informações sobre a avaliação efetuada. Além disso, a CVM pode determinar que informações sobre o fundo sejam apresentadas através da página da CVM na Internet.

Em relação ao papel do auditor independente, também houve nova regulamentação recente, por meio da Instrução CVM nº 308/99. Em virtude da importância

do auditor independente para a credibilidade do mercado, na medida em que zela pela fidedignidade das demonstrações contábeis da entidade auditada, pode-se concluir que as novas regras referentes à obrigatoriedade de rotatividade dos auditores, após prestar serviços para o mesmo cliente pelo prazo de cinco anos consecutivos, bem como à proibição de prestação de serviços de consultoria à entidade auditada, que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência, são extremamente relevantes para garantir maior independência aos auditores. A qualidade e a fidedignidade das demonstrações contábeis são requisitos básicos para um mercado eficiente.

4. Conclusão

Nota-se que embora o mercado relevante de debêntures no Brasil seja muito recente, a sua magnitude tem crescido a taxas jamais vista, vale dizer, somente as operações até o mês de setembro desse ano somaram aproximadamente 11 bilhões de reais. Para se ter uma idéia das perspectivas desse mercado, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou recentemente a maior emissão de debêntures da história, de R$ 5 bilhões. O lançamento será feito pela Safra Leasing, do Banco Safra.

Neste sentido, o fato é que esses títulos têm se constituído como uma forma de capitação de recursos para diversas instituições, seja ela financeira seja ela não financeira. Os números observados em países onde o mercado mobiliário é mais desenvolvido são infinitamente maiores chegando a atingir parte considerável do PIB.

Seguramente o processo de estabilização econômica, o processo de securitização de créditos, o crescimento dos investidores institucionais, as mudanças ocorridas na legislação bem como a revolução tecnológica foram os fatores mais relevantes que possibilitaram a entrada do mercado de debêntures numa fase inicial de maturação o que conseqüentemente estimulou a ampliação do volume de operações nos mercados primário e secundário.

Pode-se concluir que o mercado brasileiro tem seguido a tendência global uma vez que esses papéis têm servido como ponto de partida de captações de recursos em vários países, denominados em moedas diferentes e, ademais, constituem parte significativa das garantias apresentadas em operações de financiamento de capital de giro e investimentos para os setores produtivos e de serviços.

O sucesso das debêntures conforme ficou salientado no trabalho refere-se ao fato delas proporcionarem facilidades de financiamento que não são possíveis da maneira convencional (através dos chamados empréstimos sindicatos), ou seja, prazos longos

moldados de acordo com a necessidade do devedor associado a taxas mais baratas possibilitadas pela dissolução de risco do emissor na medida em que se utiliza uma SPE - Sociedade de Propósito Específica, são fatores explicativos das vantagens oferecidas nesse tipo de operação.

Portanto, é nesse contexto de relativa euforia do mercado mobiliário brasileiro que se observa um período de maturação desse tipo de operações. A partir disso o que se espera para os próximos anos é que esse mercado cresça e em breve atinja a magnitude dos números observadas nos países que possuem um mercado mobiliário bastante consolidado.

5. Anexo

5.1-Processo de Emissão

A emissão pública exige a figura do agente fiduciário, que deve representar os interesses do conjunto dos debenturistas junto à sociedade emissora. Além disso, somente poderá ser realizada através do sistema de distribuição do mercado financeiro, isto é, com a intermediação dos bancos de investimento e sociedades corretoras e distribuidoras. O intermediário financeiro (Coordenador da operação) deverá encaminhar e acompanhar todo o processo de registro da emissão, fornecendo informações básicas sobre os valores mobiliários a serem oferecidas - características, volume, preço, forma, locais, agentes de colocação e comissões de intermediação, de forma que, somado aos dados da empresa emissora (registro de companhia), permita aos investidores tomar adequadamente suas decisões de investimento. Nesse sentido, serve também como proteção para os investidores ao permitir a verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhes deram origem, embora não seja uma garantia de qualidade do investimento.

5.1.2-Procedimento da Emissão

Escritura de Emissão

A escritura de emissão depende de dois fatores:

- Da autorização e das condições da Emissão (artigo 59 da Lei número 6.404/76). A escritura é formulada com base na autorização deliberada na assembléia geral extraordinária da emissora
- Dos requisitos (artigo 62 da Lei número 6.404/76)

Tal emissão de debêntures deverá ser realizada tendo em vista dos seguintes requisitos:

- ✓ Registro na Comissão de Valores Mobiliários,
- ✓ Arquivamento da Ata da Assembléia Geral Extraordinária.
- ✓ Delegação ao Conselho de Administração – artigo 59 da Lei número 6.404/76

A Assembléia Geral Extraordinária poderá delegar ao Conselho de Administração da emissora a deliberação sobre as condições, tais como: a época e as condições de vencimento, amortização e resgate, a época e as condições de pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso (se houver) e o modo de subscrição ou colocação bem como o tipo das debêntures.

Emissão Pública

Colocação das debêntures

O lançamento das debêntures será público, mediante colocação no mercado de balcão, com a intervenção de instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição, utilizando-se o procedimento diferenciado de distribuição previsto no artigo 33 da Instrução CVM número 13/80.

Negociação

A Emissão poderá ser registrada para negociação no mercado secundário em Bolsa de Valores ou através do Sistema Nacional de Debêntures , administrado pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto – ANDIMA, e operacionalizado pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP, conforme Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal número 56/88

5.1.3-Características das Debêntures

São várias as características que devem estar especificadas no contrato das debêntures. São as seguintes:

1)Data

A data da emissão é um requisito essencial de qualquer título de crédito. Para todos os efeitos legais, dentre as condições de emissão deliberadas na Assembléia Geral Extraordinária, necessariamente deverá constar a data de emissão das debêntures

2)Quantidade de Títulos

De acordo com artigo 53 da Lei número 6.404/76, a companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries

3)Valor Nominal

De acordo com o artigo 53 da Lei número 6.404/76, as debêntures devem ter seus valores nominais expressos em moeda nacional

4)Valor Total da Emissão

Também de acordo com o artigo 59 da Lei número 6.404/76, a Assembléia Geral Extraordinária deverá ser deliberado o montante da emissão, que poderá ser dividido entre séries podendo ser em série única, em um número determinado de séries, ou ainda, em séries indeterminadas conforme o artigo 53 da Lei número 6.404/76

5)Vencimento

De acordo com o artigo 55 da Lei número 6.404/76, a época do vencimento das debêntures deverá constar da escritura de emissão, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se ao direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série. Ademais, a debênture poderá ter sua época de vencimento prefixada, ou então esta poderá ficar condicionada à ocorrência de determinadas condições. Qualquer que seja a classe de debêntures escolhida, na escritura de emissão deverá ficar expressa a época de seu vencimento ou as condições em que esta ocorrerá.

Pela Lei vigente, a debênture sem época determinada de vencimento ficará necessariamente, condicionada a dois fatores:

A) Inadimplemento da obrigação de pagar juros

B) Dissolução da companhia

Outras condições, no entanto, poderão ser fixadas na escritura de emissão. Por exemplo, podem-se destacar alguns procedimentos inseridos na escritura:

- ✓ Obrigatoriedade da companhia emitente não assumir obrigações passivas em valor superior a um determinado percentual de seu patrimônio

- ✓ Obrigatoriedade da companhia não onerar total ou parcialmente seus ativos

- ✓ Obrigatoriedade de os acionistas controladores da companhia não alienar determinado percentual de suas ações com direito a voto

- ✓ Qualquer outra condicionante que venha a garantir a debênture contra a perda ou diminuição de algumas das vantagens que esta possuía quando da sua emissão.

6)Forma

De acordo com o artigo 63 da Lei número 6.404/76, as debêntures podem ser nominativas ou escriturais.

- ✓ Debêntures Nominativas: são aquelas em cujos certificados consta expressamente o nome do titular. A transferência é feita mediante registro, em livro próprio mantido pela companhia, e substituição do certificado por outro em nome do novo titular

- ✓ Debêntures Escriturais: também são nominativas, embora não exista a emissão do certificado. São mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, em instituição financeira depositária designada pela emissora

As formas ao portador ou endossáveis foram extintas pela Lei nº 9.457/97.

7)Espécie

De acordo com o artigo 58 da Lei número 6.404/76, as garantias oferecidas têm por objetivo assegurar aos debenturistas, de forma direta ou indireta, o cumprimento da obrigação principal, ou seja, o pagamento da dívida contraída, podendo ser cumulativas e substituídas desde que previsto na escritura de emissão ou posteriormente aprovadas pelos debenturistas reunidos em assembléia especialmente convocada para esse fim, respeitado o quorum para aprovações, estipulado na escritura de emissão.

Ao se separar as debêntures quanto às espécies de garantias em duas categorias (com e sem garantias) não se devem perder de vista, que mesmo as denominadas debêntures sem garantias, juridicamente, possuirão determinados privilégios e preferências.

- ✓ Debêntures com Garantia Real: garantidas por bens (móveis e/ou imóveis) dados em hipoteca, penhor ou anticrese pela companhia emissora, por seu conglomerado, ou mesmo por terceiros

- ✓ Debêntures com Garantia Flutuante: têm assegurado o privilégio geral sobre o ativo da companhia, não impedindo a negociação dos bens que compõem esse ativo, sendo preferidas, no caso de liquidação da emissora

Pelas debêntures de emissão ou emissões anteriores, estabelecendo-se a prioridade pela data de inscrição da escritura de emissão, concorrendo as séries em igualdade de condições: Pelos créditos com direito reais de garantia, constituídos antes da emissão e regularmente inscritos nos registros competentes e pelos créditos especiais, desde que anteriores à emissão e regularmente inscritos nos registros competentes.

- ✓ Debêntures Quirografárias (sem preferência): não oferecem aos títulos nenhuma garantia real do ativo da companhia ou de terceiros, bem como nenhum privilégio geral sobre o ativo da emissora ou da empresa a que pertence, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários da emissora.

- ✓ Debêntures Subordinadas: em caso de liquidação da companhia, preferem apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver.

8)Direito de Preferência

De acordo com o artigo 57 da Lei número 6.404/76, nos casos envolvendo a emissão de debêntures conversíveis, os acionistas da companhia emissora terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures, observado o disposto nos Artigos 171 e 172 da Lei número 6.404/76

9)Tipo

De acordo com os artigos 56 e 59 da Lei número 6.404/76, a cláusula de conversibilidade em ações inserida na escritura de emissão especificará, necessariamente:

- ✓ As bases de conversão
- ✓ A espécie e classe de ações em que poderá ser convertida
- ✓ O prazo ou época para o exercício do direito à conversão

CEDOC/IE

Estas três condições merecem alguns comentários específicos, face ao caráter generalista na Lei das Sociedades por Ações. A começar, as bases de conversão que se explicitam na escritura de emissão mediante determinada fórmula de conversão deverão ser subordinadas ao espírito do Artigo 170, parágrafo único, da Lei número 6.404/76, ou seja, o preço da ação obtida pela conversão da debênture deverá ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia.

Quanto à espécie e classe das ações em que poderá ser convertida deve-se lembrar, que a restrição imposta pelo artigo 15 parágrafo único da supra citada Lei, deverá ser sempre respeitada e será base para balizamento das espécies de ações, provenientes da conversão, isto é, o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições

no exercício desse direito, não poderá, a qualquer época ultrapassar dois terços do total das ações emitidas.

As debêntures podem ser de dois tipos: simples e conversíveis.

- ✓ Simples (não conversíveis em ações, conforme estipulado na Lei nº 6.404/76): a escritura não prevê a conversão em ações.

- ✓ Conversíveis: permitem a conversão em ações de emissão da empresa, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão

Existem também as debêntures permutáveis, que para todos os efeitos são consideradas do tipo simples e acrescida de uma opção de permutar uma debênture por uma quantidade fixa de ações. A grande diferença é que as debêntures permutáveis são trocadas por ações de uma outra companhia, enquanto que as conversíveis, são "trocadas" (convertidas) por ações da própria emissora, além de apresentar um aumento do capital social, quando da conversão.

10)Formas de Amortização e Resgate

De acordo com o artigo 55 da Lei número 6.404/76, dada a companhia emissora como entidade responsável pela determinação do programa de amortização de uma emissão de debêntures, pode-se catalogar esquematicamente seis mecanismos técnico-legais para resgate ou amortização das debêntures de sua emissão:

- ✓ Aquisição facultativa

- ✓ Resgate Facultativo

- ✓ Resgate Programado

- ✓ Emissão em Séries
- ✓ Amortização Programada
- ✓ Fundo de Amortização
- ✓ Aquisição Facultativa

A modalidade de aquisição das debêntures em circulação de uma determinada emissão pela forma facultativa é aquela em que a companhia não determina na escritura de emissão as épocas e quantidades a serem resgatadas e sim, apenas anota esta possibilidade na escritura, cujos critérios são estipulados pela Lei número 6.404/76. Nem a companhia emissora, nem o debenturista têm a obrigação de recomprar ou de vender, respectivamente, as debêntures. Vale ressaltar que aquelas debêntures recompradas pela companhia emissora poderão ser canceladas, permanecer na tesouraria da emissora ou serem colocadas no mercado novamente.

Resgate Facultativo

A companhia emissora poderá, a qualquer tempo, desde que avise os debenturistas de sua decisão com uma antecedência mínima de 15 dias, resgatar total ou parcialmente suas debêntures. No caso de resgate parcial, o resgate será realizado mediante sorteio. Aqueles debenturistas sorteados deverão, obrigatoriamente, apresentar suas debêntures para o resgate. Ao contrário da aquisição facultativa, as debêntures resgatadas deverão ser obrigatoriamente canceladas.

Resgate Programado

Estabelece as épocas de resgate e as quantidades resgatadas, geralmente mantendo a proporção de debêntures por debenturista.

Emissão em Séries

O resgate de uma emissão mediante quantidades seriadas tem um efeito prático semelhante ao resgate programado, apesar de juridicamente diferenciar em muito destes. Juridicamente uma emissão pode ser dividida em várias séries.

A utilização da emissão seriada é reservada, em geral, para oferta de debêntures diferenciada dentro de uma mesma emissão, no entanto, nada impede que a única diferença das debêntures de cada série seja o prazo de seu vencimento. Desta forma, o resgate das debêntures de uma emissão poderá ser programada mediante séries predeterminadas.

Numa primeira abordagem, este mecanismo de resgate programado por séries traz um complicador de ordem legal em relação ao resgate programado de uma emissão constituída por uma série, que é, o fato de só se poder ofertar uma série quando a anterior já estiver sendo totalmente subscrita ou cancelada. E, mais, a cada série nova ofertada há a necessidade de se promover um aditivo na escritura de emissão anteriormente registrada. Por outro lado, a utilização desta modalidade é mais conveniente quando os acionistas através de Assembléia Geral delegam ao Conselho de Administração da companhia a determinação das épocas, condições de vencimento, amortização e de remuneração das debêntures.

Amortização Programada

A amortização, diferente do resgate ou da aquisição das debêntures que diminui a quantidade de debêntures em circulação, tem como conseqüência a diminuição do valor nominal das debêntures. Esta forma jurídica é mais aprimorada por evitar a aleatoriedade provocada pelo eventual sorteio. Assim, todas as debêntures e conseqüentemente todos os seus titulares teriam o mesmo tratamento de amortização. Outro fator importante é que o resgate de debêntures afeta diretamente a liquidez dos títulos, já que, parte da emissão é cancelada.

Fundo de Amortização

Neste caso, a companhia emissora se obriga através da escritura de emissão a constituir um fundo de disponibilidade de maneira a minimizar o impacto de caixa quando do vencimento das debêntures emitidas. Recentemente esta modalidade de amortização vem ganhando espaço, principalmente nas operações de securitização de recebíveis, com o objetivo de casar os fluxos de recebimento e de pagamento.

Freqüentemente o agente fiduciário fica encarregado de administrar o fundo de amortização, controlando as entradas, restringindo as saídas, de acordo com o estipulado na escritura de emissão, e obrigando a emissora a recompor a liquidez e exeqüibilidade, quando obrigatório, garantindo assim, a performance das debêntures.

Forma de Pagamento

Normalmente as debêntures são subscritas e integralizadas à vista, em moeda corrente nacional, no ato da subscrição. Nos casos envolvendo renegociação de dívida, as debêntures a escritura de emissão pode estipular outra forma de subscrição como, por exemplo, mediante a dação em pagamento de debêntures de emissões anteriores e/ou notas promissórias emitidas, para colocação pública, pela emitente e/ou ainda em créditos perante a sociedade.

Remuneração – Ver Decisão Conjunta do Bacen /CVM número 7, de 23 de setembro de 1999, que dispõe sobre condições de remuneração das debêntures.

Preço de Subscrição – Art. 59 da Lei número 6.404/76

A Assembléia Geral Extraordinária que deliberar sobre a emissão deverá fixar o modo de subscrição, incluindo aí, o preço de subscrição de cada debênture. Normalmente o preço de subscrição é igual ao valor nominal das debêntures, acrescido da remuneração das debêntures, desde a data de emissão até a data de subscrição e integralização.

Vencimento Antecipado - Artigo 68 da Lei número 6.404/76

No caso de inadimplemento da companhia emissora, o agente fiduciário poderá declarar antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar seu principal e acessórios. Esse tipo de operação, em geral, apresenta custos de captação de recursos menores que aqueles possíveis de se obter em bancos tais como os empréstimos de curto prazo.

]

6- Bibliografia

Alessandro Olzon Vedrossi "A Securitização de Recebíveis Imobiliários".

Penido de Freitas (1986)- "Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros"

Macedo Cintra, Marco Antônio-"A Reestruturação Institucional do Sistema Financeiro Americano"

SND- Sistema Nacional de Debêntures

ANDIMA- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

CVM- Comissão de Valores Mobiliários

BOVESPA- Bolsa de Valores de São Paulo

Texto: Fernanda Cabral A. Gonçalves

Texto: Professora Maryse Fahri

Texto: Bank for International Settlements (BIS)