

## **5. Conclusões**

Este trabalho mostrou as vantagens percebidas pelas empresas americanas na emissão de Debêntures Conversíveis, sua avaliação e a importante função deste instrumento financeiro na captação de recursos a longo prazo.

O Mercado de Debêntures nos E.U.A tem títulos emitidos em circulação no total de U\$ 21,1 trilhões de dólares, sendo U\$ 4,3 trilhões de dólares de empresas privadas. E, provavelmente, no final de 2003, existiam U\$ 1 trilhão de dólares em debêntures conversíveis.

No primeiro semestre de 2003 foram emitidos U\$ 50 bilhões de dólares de novas Debêntures Conversíveis nos E.U.A; isso significa mais do que o quádruplo de todas as emissões de Debêntures Conversíveis no Brasil, entre junho de 1988 e maio de 2003, que totalizaram U\$ 12 bilhões de dólares.

Uma vez implantadas as condições propostas, as Debêntures Conversíveis poderão exercer seu papel como instrumento de captação da poupança privada.

### **5.1 Condições para a Emissão de Debêntures Conversíveis no Brasil**

Existe um grande mercado de investidores institucionais principalmente os Fundos de Pensão, Planos de Previdência Aberta, FAPI (Fundos de Aposentadoria Programada Individual, PGBL (Planos Geradores de Benefícios Livres) e VGBL (Vida Planos Geradores de Benefícios Livres), que necessitam obter taxas de retorno próximas às da Renda Variável, sem assumir riscos incompatíveis com seus perfis.

Com a expansão do mercado e obtenção de liquidez para as emissões, outros investidores participarão e comporão uma base de investimento que permitirá uma fonte de recursos a longo-prazo. Como opção a do governo, via BNDES e outros agentes.

Dos registros na CVM, entre janeiro de 1995 e junho de 2003, apenas 17% (dezessete por cento) foram emissões de ações, evidenciando um mercado não muito favorável.

É necessário, portanto, estimular o interesse do mercado para ganhos de renda variável, interesse que poderá ser despertado naturalmente com a queda das taxas de juros reais aos níveis observados em países de moeda estabilizada (suportadas em torno de 5 %). Observando-se séries históricas do comportamento de preços em Bolsa de Valores e volumes captados por fundos de ações, pode-se encontrar evidências de que com juros reais baixos e com a economia em fase de crescimento, os capitais migram na procura de ativos mais rentáveis.

Chamar a atenção dos investidores para as empresas é possível com a adesão ao Novo Mercado da Bovespa ou listagem em Bolsa externa (NYSE, por exemplo) e, além disso, as empresas com cláusulas fortes de proteção ao investidor minoritário terão liquidez maior e captarão com taxas menores. Vale a pena ressaltar também os ganhos de imagem decorrentes de uma postura eticamente correta do ponto de vista social e ecológico, que poderão influenciar os investidores.

Vimos que nos E.U.A em 1974 a ERISA (*Employees Retirement Income Security Act*) incrementou a utilização de instrumentos financeiros não tradicionais e, guardando as devidas proporções, mas sem descartá-las, os fundos do tipo PGBL e VGBL poderão exercer alguma pressão semelhante.

Cabe aos intermediários do mercado, bancos de investimento e afins, o desenho de variações em torno dos títulos de dívida que atendam à demanda de investidores e empresas, formando um mercado baseado em opções de investimento com segurança, rentabilidade e liquidez.

Se considerarmos que o *outstanding* das debêntures conversíveis em ações nos E.U.A em fins de 2003 seria de US\$1 trilhão contra um PIB de quase US\$ 11 trilhões de dólares, podemos, então, supor que o mercado potencial no Brasil para títulos conversíveis pode chegar a algo em torno de US\$ 45 bilhões de dólares (equivalente a 9% do nosso PIB, estimado em US\$ 500 bilhões para 2003).

## 5.2 Condições para a Negociação de Debêntures Conversíveis no Brasil

A ANDIMA constituiu um grupo de trabalho para padronizar os critérios de avaliação das debêntures de forma que a cotação dos papéis possa servir de base para uma negociação transparente. O ambiente adequado para a negociação que como já abordamos deverá ser a Bovespa Fix, com a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), fazendo a custódia e liquidação dos títulos, pela sinergia com o mercado de ações.

Pode-se supor que a negociação de debêntures conversíveis possa ser uma alternativa muito rentável para os grandes fundos de pensão, que até pouco tempo costumavam “alugar” seus papéis no mercado como fonte extra de renda, pois comprando estes títulos terão uma renda fixa conversível em ações.

Outra forma de negociação será usar a opção embutida nas debêntures conversíveis como *hedge* para uma venda a descoberto da ação da empresa emissora, que uma vez custodiado, substituiria a margem ou garantia.

Uma empresa, a exemplo do que pretende a CBD, pode emitir *Mandatory Convertibles*, e usar o pagamento de juros como despesa no seu balanço, postergando eventual lucro da venda do *Equity* (as ações serão convertidas no vencimento, em troca da dívida).

Nada impede, no momento, a estruturação de produtos derivados das Debêntures Conversíveis com o propósito de atender a especificidade de uma empresa, seja para resolver um problema de estrutura de capital, de planejamento tributário ou para solucionar pendências entre acionistas e investidores.

As condições necessárias para atrair as emissões ou aumentar as negociações, misturam-se diante da necessidade que cria e move um mercado:

- a liquidez.

## 5.3 Os Possíveis Investidores de Debêntures Conversíveis no Brasil

Os diversos cenários econômicos que este país viveu nos últimos 20 anos, criaram na memória do investidor institucional ou não, uma necessidade de mecanismos protetores contra perdas aleatórias.

Um papel híbrido de renda fixa e variável pode ser um escudo contra catástrofes internas ou externas, desde que a empresa tenha tido seu risco corretamente avaliado.

As principais agências de risco internacionais já têm escritórios no Brasil e já existem atuando nesse mercado, excelentes empresas brasileiras, com mesma ou superior qualidade de análise.

Mesmo nos E.U.A, o pequeno ou médio investidor não adquire um título diretamente, preferindo aplicar em um Fundo de Debêntures Conversíveis cujos maiores já apontamos neste estudo. Havendo mercado no Brasil com mais empresas emitindo estes títulos, então grandes fundos de conversíveis seriam formados para atender aos investidores, e o mercado estaria adquirindo volume e competitividade, e então, mais investidores ficariam interessados nesta forma de aplicação.

O próprio Governo brasileiro, cuja forma de privatização até agora é de aplicar recursos para sanear as empresas deficitárias e, depois privatizá-las em leilões sujeitos a fatores exógenos, poderia fazê-lo da seguinte forma:

- emitindo Debêntures Conversíveis com uma taxa de juros abaixo do mercado, e usando a opção de conversão para atrair os investidores. Os recursos obtidos seriam então usados para sanear a empresa sem pressionar o orçamento.

As Debêntures Conversíveis, sendo negociadas em um mercado com liquidez e transparência, poderão com certeza atrair novos investidores e proporcionar aquilo que é o ideal :

- um instrumento financeiro atendendo às necessidades de ambas as partes do processo.

#### **5.4**

#### **O que ganham as empresas com as emissões das Debêntures Conversíveis no Brasil**

Além de tudo aquilo que já foi visto neste trabalho como vantagens percebidas pelas empresas americanas que emitem Debêntures Conversíveis,

podemos afirmar que no Brasil este instrumento financeiro pode proporcionar às empresas um novo mercado de captação de recursos a longo prazo em moeda nacional, obtida junto a investidores privados, sem qualquer ingerência do Governo. E, ainda, com uma vantagem não comum nos E.U.A, a correção pós-fixada dos valores de conversão (os papéis provavelmente ainda serão emitidos com correção) criando uma proteção ao valor do *Equity* enquanto pagam taxas de juros abaixo daquelas vigentes no mercado.

A grande empresa do ramo de varejo de materiais de construção e utilidades, *The Home Depot* utilizou várias emissões de Debêntures Conversíveis entre 1989 e 1996<sup>18</sup> para crescer a um ritmo de 25% ao ano em área de vendas, passando de 118 lojas em 1989 a 442 em 1995, fechando o ano de 2002 com 1500 lojas. Atualmente valendo em Bolsa U\$19,8 bilhões de dólares, apresenta uma incrível relação *debt /equity* de 6.7% e U\$2,3 bilhões de dólares no seu caixa.

No último trimestre de 2002, suas 1500 lojas receberam um total 268 milhões de pessoas, número perto da inteira população dos E.U.A

Quando se fala em usar este instrumento financeiro na expansão de empresas a *The Home Depot* é sempre estudada como um exemplo.

Ao emitir Debêntures Conversíveis a empresa ganha controle sobre sua estrutura de capital, sobre o preço de venda de *Equity* pois os preços de conversão são projetados para um patamar em torno de 20% acima dos preços vigentes. Sendo a empresa bem gerenciada suas ações valorizam-se, e então poderá ter o controle sobre as melhores oportunidades de captação, no futuro, por uma conversão forçada e emissão em bases mais favoráveis.

Empresas em fase inicial e sem uma classificação favorável de risco conseguem emitir Debêntures Conversíveis com taxas favoráveis, pois os investidores ganharão com a valorização das ações em eventual I.P.O (*Initial Public Offering*).

Investidores satisfeitos com os ganhos proporcionados pelas conversões serão sempre clientes da próxima emissão, mesmo sendo as taxas, cada vez menores, em relação às vigentes no mercado.

---

18- Fonte: <http://ir.homedepot.com/annual.cfm> em 27/11/03

## 5.5

### **O que ganha o Governo com as emissões das Debêntures Conversíveis no Brasil**

Empresas expandindo suas atividades geram empregos e recolhem mais impostos. E se isto é feito sem o uso de dinheiro público, as contas fecham, a situação fiscal é melhorada e a moeda estabiliza-se.

Assim, o que o Governo arrecada pode ser utilizado em programas sociais, melhorando a qualidade de vida de seus cidadãos e criando uma sociedade mais justa, o que na realidade é a razão de ser Governo.

Para que isso ocorra com a ajuda destes Instrumentos Financeiros catalisadores do progresso, bastaria que o Governo investisse na supressão de impostos absurdos, de burocracias desestimuladoras às emissões, de barreiras de movimentação do capital externo. Além disso, tornasse a CVM independente aos níveis da SEC americana, para que o mercado regulasse sem a influência do Governo. Faltaria apenas uma Bolsa forte, autônoma e protegida de custos, que a tornasse menos competitiva que suas congêneres.

Este cenário, se consolidado, provocaria uma expansão nos financiamentos a longo prazo, no Brasil, retirando do governo (via BNDES), sua tarefa de único provedor destes tipos de recursos em moeda nacional.

## 5.6

### **O passado das emissões das Debêntures Conversíveis no Brasil**

Entre 1994 e 2003, o percentual de conversão das emissões de Debêntures Conversíveis foi pequeno e sem consenso entre investidores. Várias das empresas emissoras enfrentaram dificuldades: Caloi, Buettner, Anglo-Brasileira, Chapecó, Eucatex, Inepar, Net, Paranapanema, Ribeirão Preto Water Park, Varig ou seja, nada menos que 10 das 21 que apresentaram conversões. Mas a emissão da CBD que estudamos neste trabalho, seguiu a teoria e pode servir de exemplo pelos bons resultados proporcionados a acionistas e a investidores.

No exame comparativo das taxas obtidas (quando reajustadas em IGP-M e pelo índice ANBID) em 1060 emissões de Debêntures Não Conversíveis e das 240 emissões de Debêntures Conversíveis entre 1982 e 2003, não foi possível

encontrar evidências de que empresas brasileiras pagavam taxas menores ao emitirem conversíveis em relação às não conversíveis.

## **5.7**

### **O futuro das emissões das Debêntures Conversíveis no Brasil**

Entendemos que a criação de um mercado de Debêntures Conversíveis no Brasil será uma tarefa árdua, tendo em vista seu histórico até o momento. Por outro lado, os erros do passado poderão servir de aprendizado e assim permitir que este instrumento financeiro esteja em breve financiando a expansão das empresas Brasileiras, da mesma forma que há mais de 30 anos exerce este papel nos E.U.A.

## **5.8**

### **Recomendações**

Consolidando-se a utilização de Debêntures Conversíveis no Brasil, e sendo formada uma base de dados, seria desejável verificar se os benefícios percebidos por investidores e empresas nos E.U.A, também seriam percebidos no Brasil.

Outros países que utilizam as Debêntures Conversíveis, também podem ser investigados quanto aos benefícios percebidos e volumes financeiros captados. Um estudo amplo poderá apresentar evidências que confirmem a importância deste instrumento financeiro.

Fundamental seria a proposição de um modelo para avaliar as debêntures conversíveis.